

EN TEMPS RÉEL

Association pour le débat et la recherche

les cahiers

Les défauts du défaut
Quelques clefs pour comprendre la crise
de la dette souveraine

Gilles de Margerie & Hubert de Vauplane

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	4
DETTES SOUVERAINES EN EUROS : QUELS ENJEUX POUR LES INSTITUTIONS FINANCIERES ?	7
La montée de l'endettement des Etats de la zone Euro	7
La détention par les institutions financières	8
UN CADRE JURIDIQUE DE LA DETTE SOUVERAINE MEDIOCRE ET INADAPTE	11
Les obligations des contrats d'émission	12
Les définitions retenues par les émetteurs de produits dérivés	16
La notion de « Partial Default »	19
UN CADRE COMPTABLE DEVENU SUJET DE POLEMIQUE	21
Les règles de base	21
La lettre de Hans Hoogervorst	22
Etat de la question après le plan du 27 octobre 2011	24
Pistes de solution	25
DES METHODES DE NOTATION PRISES A CONTREPIED	27
Des méthodes multicritères tournées vers la capacité d'honorer les engagements	27
Restructuration et défaut	30
Défaut, ou défaut sélectif ?	30
CONCLUSION	31

La crise de la dette souveraine de plusieurs pays de la zone Euro menace la stabilité financière de l'Europe tout entière, et a d'importantes répercussions internationales. La crainte d'un défaut d'un des Etats de l'Eurozone s'est étendue de la Grèce à d'autres pays. Les sommets se succèdent, et ne paraissent, à chaque fois, qu'apporter des réponses partielles et insuffisantes aux difficultés à traiter. Depuis quelques mois, il apparaît qu'au tout premier rang des raisons qui rendent si difficile l'élaboration de solutions viables, figure l'exposition massive du secteur financier lui-même aux dettes des Etats de la zone. Si ces dettes perdent de la valeur parce qu'elles n'ont plus la confiance des investisseurs, et qu'il faut compenser l'impact de cette perte de valeur dans les comptes des banques, les fonds propres additionnels à mobiliser peuvent à leur tour avoir à être fournis, directement ou indirectement par le FESF, par les Etats eux-mêmes : double peine.

La crise a révélé des déséquilibres fondamentaux d'économies européennes qui ont de longue financé leur maigre croissance par la croissance quasiment constante de la dette publique et privée. Elle a conduit à prendre brutalement conscience du fait que le risque d'un défaut sur l'une des dettes souveraines de la région n'était plus théorique. En fait, personne n'était réellement prêt à envisager sérieusement cette éventualité. Du coup, les juristes n'ont pas élaboré un cadre satisfaisant pour ces dettes et sur la manière de faire face à un éventuel défaut sur l'une d'entre elles, les comptables débattent vigoureusement de la manière de valoriser les dettes menacées, et les agences de notation s'efforcent d'adapter leurs méthodes à ces cas de figure inédits. Ces trois sujets techniques (cadre juridique, comptabilisation, notation) ne font que rarement la une des journaux ; mais ils ont une grande importance dans la gestion effective de la crise.

En Temps Réel se réjouit de publier ici un cahier qui donnera à ses lecteurs les clefs de lecture qui leur permettront de mieux prendre en compte certaines des contraintes qui s'imposent aux politiques qui doivent gérer la crise, de mieux comprendre pourquoi certaines solutions sont adoptées, et aussi de se former leur propre idée sur quelques réformes souhaitables.

Gilles de Margerie est directeur général de Ricol Lasteyrie et vice-président d'En Temps Réel.

Hubert de Vauplane est avocat associé chez Kramer Levin Naftalis & Frankel, LLP et professeur associé à l'Université de Paris 2 Panthéon-Assas.

Tous deux s'expriment en leur nom personnel, et n'engagent en rien les institutions auxquelles ils appartiennent.

AVANT-PROPOS

La crise des dettes souveraines de la zone Euro est, depuis des mois, au cœur de l'actualité économique et financière. Un sentiment d'impuissance s'installe, et les plans du 21 juillet et du 27 octobre n'ont pas suffi pour que la confiance revienne durablement. Pourtant, il ne va pas de soi que la crise ne puisse être surmontée.

Bien sûr, la croissance en Europe est faible, plusieurs Etats, dont certains très grands, ont des déficits et des dettes élevés, et les marchés commencent à douter de la capacité de pays de plus en plus grands à honorer leurs obligations, contribuant au sentiment d'inquiétude généralisée.

Mais, dans le même temps, le FESF dispose d'une force de frappe considérable, et a obtenu le droit de l'utiliser à des emplois plus larges que ceux initialement définis ; il en ira de même pour le mécanisme européen qui doit lui succéder ; le niveau global de la dette européenne est maîtrisable, et des trajectoires permettant d'aller vers sa stabilisation puis sa décroissance, tout en maintenant un minimum de croissance économique, sont possibles ; la capacité réelle de certains des plus grands pays à suivre ces trajectoires ne fait pas de doute : l'Italie a un excédent primaire ; la dette irlandaise est un accident historique dont le pays peut sortir ; la France ne s'est jamais attaquée sérieusement à la question de ses déficits et de sa dette, mais dispose de réelles marges de manœuvre sur la fiscalité – déjà bien identifiées – et sur les dépenses – les politiques sont plus réticents à les évoquer.

Il est donc important de comprendre les raisons qui font que le sujet est si difficile à maîtriser ; les principales relèvent naturellement de l'analyse fondamentale, économique et politique, de la situation ; mais certaines relèvent de la mécanique même de la dette souveraine.

Les raisons fondamentales de la crise actuelle relèvent, le plus souvent, d'une même logique. La création de l'Euro, chacun le déplore aujourd'hui, mais personne n'aurait pu l'éviter en son temps, ne s'est pas accompagnée de la mise en place d'un « gouvernement économique » européen qui aurait donné quelques chances au « pacte de stabilité et de croissance » d'être respecté. Du coup, plusieurs pays membres de la zone Euro ont pu continuer à financer à crédits – publics – une croissance pourtant modeste. D'autres ont combiné croissance de la dette privée et croissance de la dette publique. Mais, chez les Etats de la vieille Europe, peu se sont développés sans le secours d'un endettement accru au cours des vingt dernières années.

Pourquoi cela a-t-il pu durer si longtemps ? Les Etats ont émis une dette que le marché absorbait sans sourciller ; les plus faibles des Etats membres de la zone Euro ont bénéficié d'un extraordinaire cadeau : leurs conditions d'emprunt n'ont longtemps différé que marginalement de celles des Etats les plus solides. Le robinet était ouvert, rien ne paraissait pouvoir l'arrêter. Pourquoi, dans ces conditions, ne pas céder à la facilité de la dépense publique, et de la croissance continue des taux de dette sur PIB ?

Du côté des acheteurs, beaucoup de facteurs se conjugaient pour les inciter à acheter des dettes souveraines. Les règles prudentielles des banques les traitaient, et les traitent d'ailleurs toujours, très favorablement. Des montants importants de bons des trésors européens ne consommaient pas ou que peu de fonds propres ; un peu de marge suffisait à les rentabiliser très bien ; quelques centimes de plus sur la dette grecque ou d'un autre Etat « périphérique »

déclenchaient des appétits voraces ; le risque n'était pas une question ; et il allait de soi que la BCE acceptait d'escompter, à leur valeur nominale, les dettes souveraines de la zone Euro. Les spreads étant très voisins, l'impact de leurs modestes variations sur les comptes était modeste, juste assez important pour permettre un business lucratif, pas assez grand et volatile pour être dangereux, et ce quelle que soit la manière de les valoriser. Il en allait de même, pour l'essentiel, pour les assurances. Banquiers et assureurs européens se sont donc trouvés devenir de très grands investisseurs dans les dettes des Etats de la zone Euro, les banques privilégiant souvent la dette de leur propre pays – ce qui, le jour de la crise venu, allait mettre en grand péril les banques grecques et espagnoles.

Puis la Grèce a découvert un beau jour qu'elle ne pouvait plus emprunter ; d'autres Etats – l'Irlande, le Portugal – sont arrivés peu après à la même conclusion. Chacun des autres, pour peu que sa situation soit fragile, ou même tout simplement faible, craint désormais d'en arriver un jour prochain au même constat. Or aucun des grands Etats européens ne peut survivre sans emprunter : presque tous ont, chaque année un déficit public à financer ; surtout, tous ont, chaque année, à faire face au remboursement des dettes contractées les années antérieures, ce pour quoi ils doivent constamment emprunter.

Mais quand les difficultés éclatent, et c'est là qu'intervient la technique, rien n'a été prévu pour y faire face. Les contrats d'émission des dettes souveraines n'étaient pas un grand souci ; ils sont, on le verra, faiblement normalisés, et pourraient poser de nombreux problèmes le jour où les difficultés se matérialiseraient. Les dérivés (Credit Default Swaps - CDS) sensés permettre d'acheter une protection sur les risques que créent les dettes souveraines sont, eux, d'une documentation plus standardisée. Mais sa mise en œuvre laisse place à une marge d'appréciation importante. Du coup, à l'automne 2011, le doute s'est installé sur la réalité de la protection qu'offrent les CDS.

Pour le porteur d'une obligation d'Etat, les difficultés ne s'arrêtent pas là : même si elles ont, de longue date, publié leurs méthodologies de notation des dettes souveraines, les agences de notation les ont appliquées d'une manière qui a surpris – peut-être à tort – les investisseurs ; si le plan du 27 octobre 2011 est effectivement mis en œuvre, elles seront, le moment venu, conduites à constater une forme ou une autre de défaut. C'est paradoxalement la BCE pour laquelle une telle situation peut poser le plus de problèmes, ce qui impose d'y trouver une solution ad hoc.

Les comptables, quant à eux, ont d'abord traité le sujet dans le cadre habituel des normes comptables IFRS ; mais les choses ont changé à l'été 2011, après le plan du 21 juillet, lorsqu'une controverse très publique a surgi à l'occasion d'une lettre adressée par l'autorité qui émet les normes comptables internationales (l'IASB) à l'autorité européenne des marchés (ESMA). La lettre de l'IASB conduisait à ne pas pouvoir tenir compte d'un plan d'échange – assimilable, mais sur base volontaire, à un rééchelonnement – dans la valorisation des dettes concernées. Après la publication du plan du 27 octobre, la donne a à nouveau changé, et les comptables et les régulateurs se sont de fait retrouvés sur l'idée de s'en remettre le plus souvent aux valeurs de marché. Il n'est pas évident que ce soit la bonne solution.

Toutes ces difficultés se combinent pour soumettre à des jeux de contraintes extrêmes les solutions mises à l'étude par les pouvoirs publics et les institutions financières.

Parce que les fondamentaux étaient fragiles, l'élaboration des solutions se heurte aux conséquences inattendues d'un contexte où des dettes émises sans bien y regarder rencontrent des marchés qui n'en veulent plus, où des dettes achetées parce que les règles prudentielles y poussaient s'avèrent potentiellement dévastatrices pour les comptes de leurs porteurs.

Le monde ancien, et assez paisible, de la dette souveraine, renforcé dans la conviction de sa stabilité par les succès initiaux de la zone Euro, a découvert tout à coup qu'il était de fait, qu'il le veuille ou non, plongé dans les aléas de la finance de marché. C'est à dire que chaque pays est soumis au risque de voir les taux auxquels il emprunte fluctuer brutalement d'un jour à l'autre, ou pire, de trouver le marché fermé.

Pas de chance pour les institutions financières : entre temps, les normes comptables les exposent au grand vent, les régulateurs leur demandent des fonds propres considérablement accrus, et, pour elles aussi, les marchés se ferment.

Les pages suivantes rappellent quelques ordres de grandeur sur les dettes souveraines des Etats membres de la zone Euro, et sur leur détention par des banques et autres institutions financières ; puis étudient successivement le cadre contractuel des dettes souveraines et des produits dérivés qui les ont pour sous-jacents ; la manière dont les normes comptables s'y appliquent ; et les méthodes de notation des dettes souveraines par les agences. Leur objectif est de donner aux lecteurs des outils pour mieux comprendre certains des enjeux de la situation actuelle et des plans de sauvetage successifs.

Quelques pistes de réflexion émergent. Certaines ne sont pas directement l'objet du présent cahier : d'abord, prendre acte du fait qu'une série de raisons entremêlées ont conduit à la situation actuelle, et qu'il faut, pour en sortir dans un état plus durablement stable, une action portant sur des fronts multiples ; du côté des émetteurs de dette, une trajectoire crédible de retour à des niveaux soutenables, et perçus comme tels, de déficit et de dette ; du côté des acheteurs de dette, un comportement tenant compte à l'avenir d'une évaluation plus pertinente de leurs risques de crédit, toujours limités en réalité, et de leurs risques de marché, dont il est désormais clair qu'ils sont élevés ; du côté des régulateurs, un renforcement accru des exigences de fonds propres, mais pas général et indiscriminé : concentré sur les risques de marchés, et trouvant une solution adaptée au traitement des dettes souveraines.

Ce cahier permet d'identifier des pistes pour des actions de caractère plus technique à entreprendre du côté des juristes, des comptables, et des agences de notation. Du côté des juristes, des progrès accélérés dans la standardisation des contrats d'émission de dette souveraine, et dans l'homogénéisation de leurs clauses de défaut avec celles des dérivés qui les ont pour sous-jacents, ainsi qu'une prise de position claire sur les critères de reconnaissance d'un événement de crédit sur dette souveraine. Du côté des comptables, une certaine flexibilité dans le classement comptable des dettes souveraines, et une application raisonnable des normes comptables en cas de plans de rééchelonnement, permettant, lorsqu'un plan crédible est en cours de mise en œuvre, d'en retenir les impacts sur la valeur des titres détenus, telle qu'elle résulte des flux futurs attendus (« mark to model »). Du côté enfin des agences de notation, un accent plus important mis dans leurs publications sur les situations dans lesquelles des circonstances de marché peuvent, indépendamment des critères structurels de solvabilité d'un emprunteur, le précipiter vers le défaut (crise de liquidité d'une

banque bien capitalisée, impossibilité d'emprunter pour un Etat dont la dette serait par elle-même soutenable)¹.

DETTES SOUVERAINES EN EUROS : QUELS ENJEUX POUR LES INSTITUTIONS FINANCIERES ?

Chacun le sait de longue date : les dettes souveraines de la zone Euro sont élevées, et se sont considérablement accrues depuis la crise. Mais beaucoup découvrent aujourd'hui que ces dettes sont en bonne part détenues par des institutions financières, banques, assurances, et que cette situation aggrave sensiblement la recherche de solutions.

La montée de l'endettement des Etats de la zone Euro

La crise, financière puis économique, a conduit de très nombreux pays à adopter des plans d'interventions publiques importantes, vis-à-vis de leurs secteurs financiers, ou pour soutenir l'activité, tout en engendrant des manques significatifs de recettes ; tout ceci a conduit à creuser les déficits budgétaires, et a, dans certains cas, comme pour l'Italie, été sensiblement aggravé par la charge croissante des intérêts sur la dette publique. Ainsi, dans l'Union Européenne, les déficits ont-ils atteint 6,8% du PIB en 2009 et 6,5% en 2010, et, dans la seule zone Euro, 6,3% et 6,0% respectivement². Les ratios dette/PIB des Etats membres de l'Union, souvent déjà élevés, se sont donc très sensiblement accrues, passant ainsi de 55% (dette nette) en moyenne sur la période 1995-2004 à 66% en 2010, et 69% attendus en 2011³. La plupart des Etats membres de l'Union ont en outre, et depuis des années, un déficit « primaire » (c'est-à-dire avant charge de la dette) – l'Italie étant le seul des grands Etats à faire exception.

Le montant total des dettes souveraines des Etats membres de la zone Euro s'établissait, début 2011, à environ 6.500 Mds €. La défiance sur ces dettes a atteint un tel degré que, en avril 2011, 46% de leur montant se traitait sur le marché avec un *spread* supérieur à 200 points de base par rapport au taux sans risque, et six pays étaient concernés (la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne, l'Italie et la Belgique). Un an plus tôt, un seul pays subissait un *spread* de plus de 200 points de base, la Grèce, et elle ne représentait que 5% du montant total des dettes souveraines des Etats membres de la zone Euro⁴.

Plus préoccupant encore, compte tenu de la maturité des dettes en question, et des besoins additionnels résultant du déficit de l'exercice, le montant des dettes que doivent émettre tous les ans les Etats membres de l'Union est extrêmement élevé. Quelques exemples des estimations données par le FMI⁵ : la Grèce, l'Italie, le Portugal, la Belgique et la France vont devoir trouver chacun plus de 20% du montant de leur PIB dans le marché en 2011. L'Espagne, l'Irlande, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Finlande et même l'Allemagne, entre 10 et 20%. C'est dire que la fermeture d'un marché (l'impossibilité pour un Etat à trouver des

¹ Les sujets traités dans ce cahier évoluent constamment, et beaucoup ; l'attention des lecteurs est attirée sur le fait que sa rédaction a été terminée le 16 novembre 2011.

² Voir, par exemple : IMF Regional Economic Outlook, Europe October 2011, ou encore IMF Fiscal Monitor, September 2011

³ IMF, World Economic Outlook, September 2011, p. 192

⁴ IMF, Global Financial Stability Report, September 2011, pp.16 et suivantes

⁵ IMF Fiscal Monitor, September 2011 Table 3, p.10

investisseurs prêts à acheter sa dette à des conditions soutenables) crée des problèmes d'une ampleur bien supérieure à celle du financement du seul déficit de l'année.

La détention par les institutions financières

La plupart des grands Etats du monde « développé » ont ainsi tout le temps besoin d'émettre, c'est-à-dire de trouver des acheteurs de leur dette souveraine. Qui sont ces acheteurs ? Des particuliers, des investisseurs institutionnels, d'autres Etats à travers leurs réserves de change, etc. Ce qui nous préoccupe ici particulièrement, ce sont les investisseurs institutionnels, compagnies d'assurances, fonds de pension, banques. Quelle est leur exposition aux dettes souveraines de la zone Euro ? Comment peut-elle se traduire dans leurs comptes et dans leur activité ?

Aussi étrange que cela puisse paraître, la réponse à cette question n'est pas facile. Il ne faut pas s'en étonner. Rappelons-nous qu'il avait fallu, lorsque la crise des subprimes s'est déclenchée, de longs mois avant de définir un standard commun de publication, raisonnablement comparable d'une banque à l'autre dans un pays, et d'un pays à l'autre au sein du G20. La matière était, il est vrai, exceptionnellement compliquée, et a conduit à devoir publier des tableaux dont la lecture demandait une solide connaissance du sujet.

Pour les dettes souveraines, rien de tel *a priori* : les produits sont simples, et il suffit de relativement peu d'éléments pour les identifier convenablement. L'autorité bancaire européenne (European Banking Authority – EBA) a publié le 15 juillet 2011 le résultat de son « *stress test* » sur l'ensemble de l'Union européenne⁶. Il porte sur 90 banques. Une section particulière y est consacrée au traitement du risque souverain. L'approche s'intéresse particulièrement à la dette grecque, mais donne également des indications sur les expositions de ces banques aux dettes irlandaise et portugaise. Les banques étudiées détenaient, fin décembre 2010, 98 Mds € de dette grecque, dont les deux tiers étaient dans les livres de banques grecques elles-mêmes ; 53 Mds € de dette irlandaise (détenus à 61% par les banques irlandaises elles-mêmes) ; et 43 Mds € de dette portugaise (détenus à 63% par les banques portugaises elles-mêmes).

L'EBA s'est abstenue, lors du *stress test* de juillet, et cette décision lui a été vivement reprochée, de tester une hypothèse de défaut sur l'une de ces dettes souveraines. Elle a considéré, pour la dette du portefeuille de *trading*, qu'il fallait la traiter sur une base de pertes de valeur de marché, et, pour celle figurant dans les autres portefeuilles (*banking book*), qu'elle devait être traitée comme les autres formes de risques de crédit, c'est-à-dire sur la base d'une estimation des probabilités de défaut, et des pertes en cas de défaut appliquées à l'exposition au moment du défaut. Une manière de faire très éloignée de celle préconisée par les normes comptables, et qui a été considérée comme esquivant le sujet par de nombreux commentateurs. Notons toutefois qu'elle est cohérente avec les hypothèses que fait l'EBA, et en particulier celle de prise en compte de l'engagement de l'Union Européenne de ne pas laisser un de ses Etats membres faire défaut.

⁶ European Banking Authority, 2011 EU-wide stress test aggregate report. Un exercice de même inspiration, mais qui n'a pas donné lieu à une publication aussi détaillée, a été mené par l'autorité européenne des assurances et des pensions professionnels (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA). Les résultats de cette étude ont été également publiés (cf. communiqué de l'ACP le 4 juillet 2011). L'étude utilise des hypothèses de hausse des rendements des dettes de chaque pays européen, ainsi que d'un certain nombre de pays non membres de l'Union.

L'EBA se contente, lors de sa publication de juillet 2011, de souligner que ce sont les banques du pays dont la dette souffre qui y sont les plus exposées, et d'affirmer que les besoins de fonds propres que ces banques pourraient constater à la suite de la dépréciation de la valeur de la dette souveraine de leur pays seraient facilement couverts par des mécanismes de soutien du type de ceux mis en place ou en cours de mise en place pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal.

Ce que ces chiffres montrent clairement, c'est que toute mesure aboutissant à déprécier très substantiellement la dette de leur propre pays peut conduire à effacer une part importante des fonds propres des banques grecques, irlandaises et portugaises, dans des conditions dont, contrairement à ce qu'affirmait alors l'EBA, il n'était pas acquis en juillet qu'on sache comment y faire face⁷. Telle est d'ailleurs bien la situation après l'accord du 27 octobre qui affecte substantiellement les banques grecques, italiennes et espagnoles, alors qu'à l'inverse les banques allemandes, peu exposées aux dettes dites périphériques, n'auront pas à renforcer sensiblement leurs fonds propres, et bénéficieront de la prise en compte de la montée des cours de la dette de leur pays.

Une étude de l'OCDE publiée en février 2011 utilisait les éléments du premier stress test européen (réalisé en juin 2010) pour calculer ce que coûterait aux banques grecques, espagnoles, irlandaises et portugaises une réduction de 30 à 50% de la valeur de la dette souveraine de leur propre pays. Dans chaque pays, cette dépréciation conduisait une ou plusieurs banques à perdre, dans l'hypothèse d'une dépréciation à 50%, plus de la moitié de leurs fonds propres (10 en Espagne, 7 en Grèce, 2 au Portugal, 1 en Irlande). Dans le cas de la Grèce, quatre banques perdraient, en cette hypothèse, plus que leurs fonds propres.

Plus récemment, le FMI s'est livré à un calcul similaire ; il concluait que l'effet « tache d'huile » (spillover) des difficultés sur la dette grecque pourrait coûter (au sens de pertes ou provisions comptables à passer) 60 Mds d'Euros aux banques européennes, 80 Mds d'Euros si on y ajoute les dettes irlandaise et portugaise, et 200 Mds d'Euros si on prenait également en compte les dettes belge, espagnole et italienne (Global Financial Stability report, déjà cité). S'il fallait, de surcroît, prendre en compte les papiers émis par les banques des pays concernés, dont le traitement est largement influencé par celui de la dette souveraine du pays, l'impact atteindrait 300 Mds d'Euros.

Ces chiffres se calent, pour mesurer l'impact de la crise, sur les CDS sur les dettes concernées ; les chiffres sont, pour l'essentiel, identiques en retenant les spreads par rapport aux taux sans risque. Ce point est évidemment essentiel : il revient « naturellement » à donner raison à la mesure instantanée du risque que donne le marché de ces dettes ; il ne tient compte, ni de près ni de loin, de la probabilité effective des dettes concernées de faire défaut, et des pertes qu'un tel défaut engendrerait, ou encore des pertes actuarielles qu'engendrerait un plan de rééchelonnement de ces mêmes dettes – nous reviendrons sur ces enjeux.

Pour les compagnies d'assurances, les données disponibles n'offrent pas le même degré de détail que celles publiées par l'EBA. Mais un ordre de grandeur est utile à garder en mémoire : les compagnies d'assurances et fonds de pension de la zone Euro avaient, à la fin

⁷ Cf A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis by Adrian Blundell-Wignall and Patrick Slovik – OECD Journal – Financial Market Trends Volume 2010 – Issue 2, Pre-publication version, February 2011

2010, 1.215 Mds d'Euros de dettes émises par les gouvernements de la zone Euro à l'actif de leurs bilans. Leurs fonds propres s'élevaient, à la même date, à 439 Mds d'Euros⁸.

Le Global Financial Stability Report de septembre 2011 donne quelques indications parcellaires sur les impacts que pourraient avoir des dépréciations calculées de la même manière sur un échantillon d'assureurs ; quatre d'entre eux (deux français, deux italiens) pourraient perdre plus de 70% de leurs fonds propres (dans une définition restrictive de ceux-ci : *tangible common equity*).

On comprend que la lecture de ces chiffres, publiés pour ceux du FMI après le plan du 21 juillet, ait pu contribuer aux mouvements de grande tension sur les marchés et sur les valeurs des institutions financières constatées à l'été et à l'automne 2011.

Enfin, dans le contexte du plan du 27 octobre 2011, l'EBA a publié un chiffrage « préliminaire et indicatif » du montant requis de fonds propres additionnels que les banques devraient constituer pour faire face à leurs expositions aux dettes souveraines : 106 Mds€⁹. Elle a, cette fois, retenu comme base pour l'ensemble des expositions la valeur de marché des dettes concernées, contrairement à l'approche qui avait prévalu en juillet¹⁰.

Ce chiffrage s'est accompagné d'une précision explicite sur le cas des banques grecques, en indiquant que les 30 Mds€ réservés à cet effet dans le plan d'aide EU/FMI à la Grèce couvraient, et au delà, les besoins de fonds propres additionnels des banques grecques.

Même incomplets, en ce qui concerne les assurances, et peut-être trop prudents (pas de « *stress test* », pas de prise en compte de scénarios de dégradation très sensible de la valeur des dettes de grands pays), ce que tous ces chiffres montrent, c'est que l'exposition des banquiers et assureurs européens aux dettes souveraines en Euros est d'une très grande ampleur, et que les ressources, même élargies, du FESF pourraient ne pas suffire à faire face aux dégâts qu'occasionnerait la nécessité de constater dans leurs comptes les conséquences d'une nouvelle dégradation de la valeur de ces dettes.

Quand une part très importante de la dette souveraine est dans les livres des banquiers et assureurs, et que les Etats se considèrent tenus d'intervenir pour permettre aux banques et aux compagnies d'assurances de survivre, ces problèmes s'ajoutent à ceux que pose la dette elle-même, et peuvent l'aggraver très sensiblement. Réduire à zéro la valeur des actions des banques, faire subir aux porteurs d'obligations bancaires une dépréciation massive de leurs titres, c'est possible, et déjà largement entamé pour les actions. Mais pour que banques et compagnies d'assurances sortent convenablement capitalisées du processus, avec l'aide des pouvoirs publics, encore faudrait-il que ceux-ci en aient les moyens. Or le problème naît, précisément, de ce qu'ils ne les ont plus.

⁸ Source : communiqué de la BCE du 4 octobre 2011 "Statistics en Euro Area Insurance Corporations and Pension Funds Second quarter 2011"

⁹ Ce chiffre a été obtenu en tenant compte des effets positifs qu'engendrent dans les comptes des banques la hausse des cours des dettes les mieux cotées, comme la date allemande ; il a ainsi été considéré par certains comme insuffisant.

¹⁰ Communiqué du 26 octobre 2011 de l'EBA. Les chiffres définitifs devraient être publiés en novembre, sur la base des chiffres des banques au 30 septembre ; il est demandé aux banques de publier leur position en capital et leur exposition aux dettes souveraines à cette même date, ce qui devrait permettre à l'EBA, comme cela avait été le cas en juillet, de publier à son tour ces données par pays et par banque.

UN CADRE JURIDIQUE DE LA DETTE SOUVERAINE MEDIOCRE ET INADAPTE

Qui, jusqu'ici, se donnait la peine de lire attentivement les contrats d'émission de dettes souveraines des « pays développés », en particulier dans l'Union Européenne, et dans la zone Euro ? Pas grand monde : il n'y avait pas de sujet, pensait-on. Nous savons désormais qu'il y en a un. Mais le désintérêt dont il faisait jusqu'à maintenant l'objet a des conséquences pratiques : une documentation hétérogène, et, pour tout dire, médiocre. Donc source d'incertitudes et d'interprétation.

La notion de défaut est protéiforme. Au sens strict, il s'agit du fait pour un contractant de manquer, même de façon momentanée, à l'un quelconque de ses engagements. Tout non respect du contrat constitue ainsi un défaut. La pratique anglo-américaine de rédaction des contrats, en particulier dans le domaine des marchés financiers et bancaires, a conduit à proposer au début de chaque contrat une liste de définitions des principaux termes utilisés dans la convention. Il existe ainsi une notion de « Défaut » dans la plupart des contrats bancaires ou financiers. Cette définition peut être plus restreinte que celle usuellement reconnue dans le langage juridique courant. Il s'agit alors de limiter les effets du non respect formel du contrat à des cas considérés comme majeurs pour l'économie contractuelle. Tout manquement au contrat ne devient pas un « défaut ». Les parties vont définir en commun ce qu'elles entendent par cette notion pour les besoins du contrat.

Une particularité du monde bancaire et financier est que les contrats utilisés, bien que « synallagmatiques » (c'est-à-dire qu'ils engendrent des obligations réciproques et interdépendantes) sont de plus en plus – pour ne pas dire exclusivement dans certains domaines comme ceux des émissions de titres – des contrats préformatés, standardisés.

Des associations professionnelles, l'ISDA pour les produits dérivés, l'ICMA pour les émissions de titres, le LMA pour les contrats de prêts syndiqués, toutes organisations internationales largement inspirées par les pratiques du droit anglo-américain, proposent à leurs membres de recourir à des modèles, voire des contrats types où le champ de la liberté contractuelle – bien que toujours possible en théorie – est de plus en plus restreint et se limite, en pratique, aux conditions financières de l'opération.

D'où la nécessité d'examiner tant pour les contrats d'émission que pour les contrats de dérivés la notion de « défaut ».

S'agissant du marché des dettes souveraines, il est frappant de constater que l'agitation juridique de ces derniers mois, tout au moins jusqu'à l'été 2011, n'a pas ou peu porté sur la question du défaut mais, sur le marché primaire, sur celle des « clauses d'actions collectives » (CAC) qui, en leur absence dans les contrats d'émission et depuis plusieurs années constituait le point d'achoppement de nombreuses restructurations ; et sur le marché secondaire à la notion de Restructuration au sens de la documentation ISDA.

S'agissant des CAC, on sait que l'Europe s'est convertie à l'usage de telles clauses. Un Communiqué de l'Eurogroupe du 28 novembre 2010 stipule qu'à partir de la mi-2013 ces clauses seront « standardisées et identiques » dans tous les pays, dès lors que les émissions

sont régies par le droit anglais ou américain (ce qui pose la question délicate du choix du droit applicable à ces émissions, on y reviendra). Ces clauses visent notamment à fixer la part des créanciers qui doit voter en faveur d'une offre de restructuration pour que celle-ci soit acceptée. Le seuil recommandé par le groupe de travail du G10 sur les CAC en 2002 est de 75 %, mais certains Etats de pays émergents ont opté pour une super majorité de 85 %.

Comment se traite un « défaut » ? Schématiquement, le règlement du « défaut » d'un Etat prend deux formes :

- une approche dite contractuelle qui consiste à ce que les créanciers et le débiteur se mettent d'accord sur un plan de restructuration de la dette. Un tel accord bute cependant sur la nécessité d'obtenir l'accord de tous les créanciers, ou d'une majorité qualifiée selon le cas ; d'où la nécessité d'inclure des clauses d'action collective dans les contrats d'émission. En leur absence, et notamment dans les émissions soumises au droit de l'Etat de New York ou de droit anglais, l'unanimité des créanciers est nécessaire pour modifier les termes du contrat d'émission ;

- une approche dite «judiciaire » qui consiste pour les créanciers à demander le paiement de ce qui leur est dû au titre du contrat d'émission par l'émetteur devant les tribunaux.

Historiquement, la deuxième approche a longtemps prévalu (après la politique de la canonnière comme moyen pour un Etat de protéger ses créanciers - cf. le cas du Maroc et de la France au 19^{ème} siècle...), ce qui a conduit à de très nombreux procès, notamment pour examiner les conditions dans lesquelles des créanciers pouvaient poursuivre un Etat, et le cas échéant saisir ses biens. Il est évident qu'une telle approche n'est pas satisfaisante car elle ne permet pas un traitement *a priori* du défaut, mais se contente d'un débat purement judiciaire. Ceci explique pourquoi sous l'égide du FMI et depuis la fin des années 1990, l'accent est porté en priorité sur le traitement préventif du défaut en mettant en place les outils juridiques qui permettront, le moment venu, de restructurer la dette avec l'accord d'une majorité des créanciers, et non leur unanimité. Cette logique s'inspire assez fortement des solutions dégagées par le droit de la faillite, notamment les dispositions du fameux *Chapter 11* du Code de la faillite américain.

Les obligations des contrats d'émission

Premier constat : il n'existe pas jusqu'à ce jour de cadre juridique standardisé pour les émissions de dettes souveraines. En conséquence, il n'y a pas définition commune de la notion de défaut.

Devant ce que le président de l'ICMA a qualifié dans une lettre à ses membres du 21 mai 2010 de « *severe market failure* » dans l'organisation et le fonctionnement des marchés primaires et secondaires des dettes souveraines, plusieurs actions ont été entreprises depuis par cette association, qui joue le rôle de ce que les américains qualifieraient de « Self Regulatory Organization » sur le marché de la dette.

La plus spectaculaire pour les besoins de notre propos réside dans les propositions de l'ICMA relatives aux modifications des contrats d'émission par les émetteurs de dettes souveraines, et ce, comme le souligne le président de l'ICMA dans un courrier du 5 juillet 2011 à ses membres, afin de promouvoir l'efficience et la transparence du marché. A cet égard, les

professionnels membres de l'ICMA du *Sovereign Bond Working Group* ont travaillé de concert avec la Commission européenne et certains Etats membres.

Le problème juridique des créanciers de dettes souveraines passe d'abord par la détermination de la loi applicable, puis du contenu du contrat d'émission pour connaître l'étendue de leurs droits.

a) *La question du droit applicable aux émissions de dettes souveraines*

La question de savoir si et à quel moment un émetteur souverain fait « défaut » dépend notamment de la loi applicable au contrat d'émission. En cas de différend entre les parties, et jusqu'à l'adoption des clauses d'action collectives, il revenait au juge de trancher l'interprétation des termes du contrat, ce qui était long, fastidieux, mais surtout peu efficace dans le traitement des crises. Or, le droit applicable à l'émission n'est pas forcément le droit de l'émetteur, et les tribunaux compétents ne sont pas non plus toujours ceux du pays de l'émission.

D'où l'importance pour les créanciers de prendre connaissance des clauses de droit applicables et de juridictions compétentes.

Pour être schématique, on peut considérer qu'il existe deux catégories de pays :

- ceux qui soumettent le contrat d'émission à leur loi nationale et leurs tribunaux nationaux ; c'est le cas des grands pays dits industrialisés et de ceux de la zone euro, y compris la Grèce donc ;

- ceux qui soumettent le contrat d'émission et les tribunaux compétents à la loi et aux tribunaux d'un pays tiers (essentiellement la loi de l'Etat de New York, la loi anglaise, mais aussi parfois la loi allemande, suisse ou française).

Dans tous les cas, la seule question qui préoccupe les créanciers est la suivante : dans quelle mesure vais-je pouvoir attirer en justice l'émetteur souverain défaillant, et le cas échéant saisir ses biens pour me faire rembourser de ma créance ? La réponse n'est pas identique selon que la loi et les tribunaux retenus sont ceux du pays d'émission ou non. S'il sera sans doute plus facile pour un créancier d'obtenir un jugement en sa faveur par un tribunal d'un grand pays industrialisé pour non respect des termes du contrat, il sera parallèlement plus difficile pour un créancier de faire reconnaître et appliquer un jugement étranger dans le pays de l'émetteur souverain (problème dit d'exequatur). De la même manière, les créanciers sont plutôt méfiants à l'égard de certains systèmes juridiques et considèrent que leurs droits sont moins bien protégés si le contrat d'émission n'est pas celui de l'Etat de New York ou d'Angleterre et du pays de Galles. Dans le cas de la Grèce, tous les contrats d'émission font référence au droit grec et aux tribunaux grecs. Certains doutent même de l'« impartialité » des juges au cas où il faudrait condamner le gouvernement grec...

Mais dans toutes les situations, la question première est celle de l'immunité (ou ses théories similaires). Traditionnellement, le droit accordait une protection quasi absolue aux emprunteurs souverains aux termes des principes d'immunité ou d'*International comittee* ou encore d'*Act of State*. Depuis quelques années, les tribunaux américains et anglais

principalement n'ont eu de cesse que de limiter la portée de ces principes afin de mieux protéger les prêteurs.

Forts toutefois de cette expérience, les contrats d'émission contiennent de plus en plus souvent des clauses d'exemption d'immunité¹¹.

b) L'approche classique : obligations de l'Etat émetteur sur une émission

La pratique en matière d'émission de titres de dette d'Etat est assez hétéroclite et les usages de marché peu standardisés. Il aura fallu attendre la crise sur les dettes souveraines de 2010 - 2011 pour que les professionnels, banques mais aussi émetteurs, décident de mettre un peu d'ordre dans cette absence d'organisation. Tel est le sens du « *sovereign Bond consultation Paper* » de l'ICMA du 23 novembre 2010 qui se propose d'accroître la transparence dans les émissions de titres souverains en mettant en place des standards de meilleures pratiques dans la documentation contractuelle. L'idée étant que cette documentation devienne la norme et que lorsqu'un émetteur souverain veut s'en écarter, il doit en informer le marché.

Cette absence de standardisation résulte d'abord du traitement que le législateur accorde aux émissions de titres de dette souveraine. Ainsi, ne serait-ce que pour le cas de la zone de l'Union européenne, les obligations qui pèsent sur les émetteurs « privés » au titre des textes européens ne sont pas applicables aux Etats et aux entités qui émettent de la dette publique. Ni la directive Prospectus, ni la directive Abus de marché, pour ne prendre que les deux textes les plus directement concernés par notre sujet, ne sont applicables à ce type d'émetteur. Les Etats membres de l'Union européenne, en leur qualité d'émetteur, ne sont donc pas soumis à la directive Prospectus, et donc à l'obligation de publier un tel document. La directive stipule en effet que ses dispositions ne s'appliquent pas « *aux valeurs mobilières autres que des titres de capital [i.e titres de dettes] émises par un État membre ou par l'une des autorités régionales ou locales d'un État membre, par les organisations publiques internationales auxquelles adhèrent un ou plusieurs États membres, par la Banque centrale européenne ou par les banques centrales des États membres* »¹². Il en est de même pour la directive Abus de marché qui indique que celle-ci ne « *s'applique pas aux opérations effectuées pour des raisons qui relèvent de la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique par un État membre, par le Système européen de banques centrales, par une banque centrale nationale, par tout autre organisme officiellement désigné ou par toute autre personne agissant pour le compte de ceux-ci. Les États membres peuvent étendre cette exclusion à leurs États fédérés ou à des autorités locales comparables pour ce qui concerne la gestion de leur dette publique* »¹³. Le législateur européen a considéré que la politique monétaire restait du ressort propre des Etats, et non du marché et qu'elle ne pouvait pas être traitée au même titre que les informations relatives aux entreprises industrielles et commerciales. Vieux réflexe qui consiste à déroger au droit commun dans les situations dites d'exercice de la puissance publique, dont on voit les limites en cas de crise. Certes, les Etats de l'Union européenne publient des documents d'information (« *offering circular* ») mais le contenu est loin d'être

¹¹ Selon un libellé proche de celui-ci : « *To the extent that the Republic may in any jurisdiction claim for itself or its assets or revenues immunity from suit, execution, attachment (whether in aid of execution, before judgment or otherwise and whether on the grounds of sovereignty or otherwise) or other legal process and to the extent that such immunity (whether or not claimed) may be attributed in any such jurisdiction to the Republic or its assets or revenues, the Republic agrees not to claim and irrevocably waives such immunity to the full extent permitted by the laws of such jurisdiction* ».

¹² Article 2 (b), directive 2003/71 du Parlement et du Conseil, Prospectus

¹³ Article 7, directive 2003/6 du Parlement et du Conseil, Abus de marché

harmonisé. C'est d'ailleurs là l'une des recommandations de l'ICMA à la suite du *Working Paper* du 23 novembre 2010.

Le constat dressé par l'ICMA en 2010 est à la fois sévère et quelque peu alarmant : « *during the sovereign debt crisis, it appears that some investors did not know whether the sovereign bonds they had bought were issued under national law or under foreign law and the implications for their holdings ; and that they were not familiar with the specific rights afforded to them as a bondholders* ». Le jugement est lourd, et l'on pourrait estimer que si un investisseur ne lit pas la documentation liée à son investissement, il commet là une erreur dont il doit être seul responsable. Mais le problème provient du fait que dans beaucoup de cas, la documentation contractuelle n'est pas très utile, en particulier lorsqu'il s'agit d'émissions régies par le droit national, dans la mesure où le contrat renvoie au droit national, lequel prévoit – de façon plus ou moins détaillée – les droits des porteurs et les obligations de l'émetteur, sans que ces dispositions ne soient reprises dans le contrat d'émission. La seule possibilité pour un porteur pour connaître l'étendue de ses droits est alors d'aller prendre connaissance lui-même de la loi nationale, celle-ci étant la plupart du temps accessible uniquement dans la langue locale. Mieux encore : lorsqu'un contrat existe, il n'est souvent pas disponible en anglais, mais dans la langue de l'Etat émetteur. Bref, il y a un vrai besoin d'accroître la transparence des dispositions contractuelles des émissions. L'ICMA recommande ainsi que l'intégralité des *Terms & Conditions* soit publiée en version électronique et en anglais sur le site de l'émetteur. La seconde recommandation de l'ICMA porte sur le contenu de la documentation contractuelle. Il est ainsi proposé un modèle pour chacune des clauses les plus importantes du contrat¹⁴. Si l'ICMA ne propose pas de soumettre toutes les futures émissions dans les seuls droits de New York et anglais (bien que certains l'aient souhaité), il est préconisé lorsque l'émission reste soumise au droit et aux tribunaux nationaux que ces émissions suivent les standards des émissions internationales.

S'agissant de la notion de défaut, l'ICMA en donne une définition assez restrictive : il s'agit soit d'une défaillance dans le paiement de ce qui est dû, soit du non respect d'une obligation au titre d'une clause essentielle (« *trigger events* »)¹⁵. Dans ce cas, une majorité qualifiée de 25 % des porteurs de l'encours restant peut demander, à l'issue d'une période de grâce de 30 jours, l'accélération du contrat (le seuil de 25 % fait encore l'objet de discussions). C'est donc dans la notion de « *trigger* » qu'il faut aller voir au cas par cas.

S'agissant des clauses de *Negative Pledge* et de *Cross Default*, on constate à la lecture des contrats d'émission récents de la zone euro (Espagne, Italie, Irlande...) pour les premières, lorsqu'elles existent, une rédaction très classique qui s'apparente plus à une clause de *pari passu*¹⁶, et pour les secondes, le plus souvent leur absence.

¹⁴ Publicité de l'émission, fiscalité pour les porteurs, *negative pledge*, défaut et accélération, achat des titres par l'émetteur, clause d'action collective, loi et tribunaux compétents.

¹⁵ Clause type ICMA proposée : « *The bonds should entitle the bondholders to demand immediate repayment, prior to the contractual maturity date, if: (i) the Issuer fails to pay any amount due under the bonds within 30 days of the due date for such payment ; or (ii) the Issuer defaults in the performance of any of its other obligations under the bonds and (if the default is capable of remedy) fails to remedy the default within 30 days of being notified of it by any bondholders. Acceleration of payment should be permitted provided holders of at least 25 per cent of the outstanding principal amount of the bonds vote in favour of such action* ».

¹⁶ Par exemple : « *The Notes constitute direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic and will at all times rank pari passu and without any preference among themselves. The full faith and credit of the Republic is pledged for the due and punctual payment of the principal of, and interest on, the Notes and the performance of the Republic's obligations under the Notes. The payment obligations of the Republic*

Les définitions retenues par les émetteurs de produits dérivés

Comme on l'a vu, la définition retenue du défaut dans les contrats d'émission est limitée aux obligations résultant du contrat d'émission. C'est donc rarement à partir de cette notion qu'il sera possible pour un investisseur de considérer l'émetteur souverain comme étant en défaut. Dès lors, c'est plus dans les contrats de couverture du risque souverain sous forme de *Credit Default Swap* (CDS) que l'on trouve une nouvelle définition du défaut, plus large celle-là que celle insérée dans les *Offering Circular*.

Le principe de fonctionnement d'un contrat de dérivé de crédit réside dans un jeu de définitions très précises mentionnées dans la documentation (volumineuse) signée entre les parties. Contrairement au marché primaire de titres de dettes souveraines, le marché des dérivés de crédit sur dettes souveraines fait l'objet d'une documentation standardisée, et ce, par les soins de l'ISDA. En pratique, la plupart des CDS sur risques souverains sont documentés en fonction des *Credit Derivatives Definition* du contrat ISDA 2003 et son supplément de juillet 2009.

Un contrat de CDS contient un certain nombre de clauses dont le contenu est laissé à l'appréciation des parties, selon un jeu de renvoi à des définitions standard en cas d'absence d'indications contraires par les parties. Ainsi, celles-ci peuvent décider quels événements du menu de la Définition des Evénements de Crédit seront applicables pour les besoins de la transaction ; ou encore quels sont les éléments pertinents pour considérer qu'un Evènement de Crédit survient. Il s'agit là de la notion de « *trigger* » ou de « déclencheur », typique du fonctionnement d'un contrat de Dérivés de crédit. Un CDS se déclenche lorsqu'un Evènement de Crédit survient. En pratique, il y a trois types d'Evénements retenus dans la documentation de Dérivés de crédit sur dettes souveraines : le Manquement à l'obligation de payer (« *failure to pay* ») ; la « Répudiation » ou un Moratoire ; et enfin la Restructuration¹⁷. Comme on le voit, la notion qui se rapproche le plus de celle du Défaut au sens du contrat d'émission est celle de « *Failure to pay* ». Ce n'est donc *a priori* pas celle-ci qui constitue aujourd'hui le problème.

Mais à côté de « *Failure to pay* », restent les deux définitions de *Repudiation / Moratorium* et surtout *Restructuring*. Or, dans le cas de la Grèce ou d'autres pays de la zone euros faisant l'objet de « plans de sauvetage », la question est moins celle de savoir si l'émetteur de la dette souveraine (que l'on appelle l'Entité de Référence dans la documentation ISDA) fait défaut dans un de ses paiements que celle de considérer si le processus d'échange de titres sous les auspices du FESF constitue ou non un cas de Restructuration, cette notion étant particulièrement large. Ainsi, dans un document daté du 27 juillet 2011, l'ISDA a précisé – certes s'agissant du cas des CDS sur risque souverain américain - que la dégradation par une agence de notation ne constituait pas un défaut, ou plus précisément un Evènement de Crédit. Comme le souligne l'association « *it is possible that the same set of facts might give rise to both, but it is also possible that one might occur but not the other* ».

Parfois, et malgré le degré de précision des définitions utilisées par l'ISDA, il arrive qu'il existe un doute quant à savoir si l'existence d'un fait constitue un Evènement de Crédit au sens de cette même documentation. C'est pour résoudre ce type de difficulté que l'ISDA a

under the Notes will at all times rank at least equally with all the other present and future unsecured and unsubordinated indebtedness of the Republic”

¹⁷ Toutes ces notions font l'objet de définitions détaillées et précises dans le contrat ISDA.

créé ses « *Derivatives Determinations Committees* » dont l'un des objectifs est de se prononcer, au regard des définitions particulières du contrat entre les parties, sur la question de savoir si les faits en cause rentrent ou non dans la définition d'un Evènement de Crédit. Si à notre connaissance, ce Comité n'a pas encore eu à se prononcer sur le cas de la Grèce¹⁸, une situation particulière à été discutée sans pour autant donner lieu à une décision. Il s'agissait du cas du secteur hospitalier grec où la question consistait à déterminer si le défaut d'un hôpital public grec pouvait être considéré comme un Evènement de Crédit pour les émissions de dettes souveraines de la République de Grèce. Le cas s'est posé aussi dans le passé récent lors de la crise de la dette Argentine où des tribunaux anglais et de l'Etat de New York ont dû se prononcer sur le cas d'entité publiques argentines. C'est justement pour éviter des procès long et coûteux que l'ISDA a décidé la mise en place de tels Comités. Ceux-ci obéissent à des règles précises et leur composition reflète celle des membres de l'ISDA, à savoir tant des banques que des investisseurs ou des entreprises. Il reste que sur le fond, on confie là à des experts et des techniciens des questions dont les conséquences sont bien souvent politiques. Il y a là encore, tout comme pour l'IASB, une vraie question de légitimité démocratique à voir des professionnels prendre des décisions qui ne devraient pas relever de leur ressort. Mais la nature ayant horreur du vide et les marchés une sainte aversion envers les tribunaux (manque de prévisibilité de la décision et surtout lenteur de celle-ci), c'est à ce jour la seule réponse pratique apportée aux intervenants sur le marché des CDS qui, pour les « acheteurs de protection », cherchent à déclencher leur assurance au plus tôt lors de la réalisation de l'évènement.

Dans quelle mesure les discussions actuelles relatives à la Grèce permettraient-elles d'actionner les assurances prises par certains investisseurs en achetant des CDS sur le risque souverain grec ? Tout dépend de la lecture que l'on fait de l'article 4.7 de la définition du contrat ISDA *Restructuring*. A ce stade, il convient de noter que jusqu'au cas grec, il n'existe pas de cas similaire à celui de la Grèce. Certes, lors du défaut de l'Equateur, des CDS ont été actionnés ; ce n'était toutefois pas au titre du *Restructuring* mais à celui du défaut de paiement. La question reste donc entière et conditionne largement la valeur des CDS en cours.

Aux termes de cette définition, pour que les faits puissent être qualifiés de *Restructuring*, deux conditions sont requises :

- la première tient en ce qu'il convient qu'un évènement défini dans le contrat affecte tous les porteurs de titres de l'obligation sous jacente (« *Restructuring means that (...) any one or more of the following events occurs in a form that binds all holders of such Obligation (...)* »).

- la seconde condition, et c'est celle qui fait débat aujourd'hui, consiste en ce qu'« un nombre suffisant de porteurs des obligations lie l'ensemble des porteurs de cette obligation ». Ici, le retour à la version anglaise s'impose : « (...) *and sufficient number of holders of such Obligation to bind all holders of the Obligation (...)* ». C'est toute la question de savoir si une Restructuration au sens de la documentation ISDA doit être une opération volontaire ou forcée.

¹⁸ISDA, Press release, October 31 2001 : “Neither of these has yet occurred with regards to the Greek sovereign debt situation. No debt issued by the Hellenic Republic has been modified to date, nor have the formal terms for any such modification under the Eurozone proposal yet been released. No market participant has yet made such a request to the DC”

Revenons d'abord sur la première condition, celle qui énumère les situations de restructuration. Quels sont ces événements ? Dans l'ordre de la définition ISDA (et en anglais pour éviter toute erreur de traduction) :

- (i) a reduction in the rate or amount of interest payable or the amount of scheduled interest accruals ;
- (ii) a reduction in the amount of principal or premium payable at maturity or at scheduled redemption dates;
- (iii) a postponement or other deferral of a date or dates for either (a) the payment or accrual of interest or (b) the payment of principal or premium;
- (iv) a change in the ranking in priority of payment of any Obligation, causing the Subordination of such Obligation to any other Obligation; or
- (v) any change in the currency or composition of any payment of interest or principal to any currency which is not a Permitted Currency.

Les discussions semblaient, après le plan du 21 juillet, se concentrer sur une extension de la maturité sous forme d'échange de titres. Une première analyse semblerait indiquer que la condition (iii) serait remplie. Idem pour la condition (i) si le plan conduit à une réduction du montant de la dette. La condition (iv) ne semble pas remplie car les titres sont généralement chirographaires. La clause (v) s'appliquerait si elle sortait de l'euro... Quant à la clause (ii), c'est la plus complexe à analyser...

Passons maintenant de la seconde condition, celle de la Restructuration volontaire ou forcée. La rédaction utilisée par l'ISDA (dont beaucoup s'accordent aujourd'hui à considérer qu'elle est loin d'être satisfaisante) suggère que tous les porteurs sont liés et qu'un nombre suffisant de porteurs donne son accord à l'opération de restructuration. L'ambiguïté vient de la différence de rédaction entre le besoin de lier tous les porteurs et l'accord d'une part suffisante de ceux-ci.

Prenons un exemple, pour clarifier le débat. Le cas d'une émission où 90 % des porteurs s'accordent à amender la maturité en acceptant une extension de cinq ans. Dans ce cas, on rentre dans le (iii) de la première condition, mais il n'y a pas d'évènement de crédit au sens ISDA dans la mesure où tous les porteurs n'ont pas donné leur accord. Ceux qui l'ont donné recevront des nouveaux titres contre des anciens. Le principal de l'obligation originelle sera ainsi réduit pour 90 % mais les 10 % de porteurs qui n'auront pas donné leur accord garderont leurs obligations dont les conditions restent inchangées. Dans la mesure où dans cet exemple tous les porteurs ne sont pas allés à l'échange, il n'y a pas Restructuration au sens ISDA, et donc la couverture du risque ne peut avoir lieu. On comprend dès lors mieux les débats des uns et des autres (en particulier les acheteurs de protection) sur le pourcentage des porteurs qui seront invités à participer l'échange. Poussons le raisonnement à l'absurde : si 99.9 % des porteurs acceptent l'opération d'échange, il n'y a pas d'Evènement de Crédit, mais si 100 % donnent leur accord, il y aurait alors Restructuration ?

Conscients des difficultés propres à la définition de Restructuration, les USA et le Canada ont modifié il y a déjà quelques années leurs contrats ISDA et sorti ce concept des cas de défaut.

C'est d'ailleurs là une différence majeure entre le monde des dérivés de crédit en Europe et en Amérique.

Alors que l'ICMA a pris les choses en main en mettant en place des groupes de travail pour clarifier la situation du marché primaire, l'ISDA ne paraît pas vouloir se prononcer formellement sur un sujet aussi sensible. Elle laisse donc à son *European Determination Committee* le soin de considérer au cas par cas si un Evènement de défaut est survenu.

Après l'accord du 27 octobre, l'ISDA a publié deux communiqués. Dans un premier document du 27 octobre, l'association indiquait que « *The determination of whether the Eurozone deal with regard to Greece is a credit event under CDS documentation will be made by ISDA's EMEA Determinations Committee when the proposal is formally signed, and if a market participant requests a ruling from the DC. Based on what we know it appears from preliminary news reports that the bond restructuring is voluntary and not binding on all bondholders. As such, it does not appear to be likely that the restructuring will trigger payments under existing CDS contracts* »..

Ce document fut suivi d'un autre publié le 31 octobre 2011 selon lequel l'association précisait que « (...), *it does not appear to be likely that the Eurozone proposal will trigger payments under existing CDS contracts. However, whether or not it does so will be decided by the DC on the basis of the specific facts, if a request is made to them* »..

Le monde pouvait respirer : la Grèce ne serait pas juridiquement en « défaut ».

Donnons quelques ordres de grandeur du sujet : sur la dette grecque, le montant total des CDS vendus atteignait, début 2011, 75 Mds \$ (somme des valeurs nominales couvertes) ; mais, en tenant compte, émetteur par émetteur, de ses positions en couverture, le montant total des expositions nettes redescend à 3,7 Mds \$. S'il devait arriver que le Comité reconnaisse un Evènement de défaut, la situation est donc, a priori, d'un ordre de grandeur gérable.

Il faut cependant tenir compte de la suite : la manière dont le Comité de l'ISDA prendra position fera office de précédent, et les montants en jeu sur d'autres dettes souveraines sont considérables. Si le Comité reconnaît un Evènement de défaut, les vendeurs de protection, c'est à dire les émetteurs de CDS, doivent se préparer à assumer leurs obligations. Si le Comité ne reconnaît pas un événement de défaut sur la dette grecque, les acheteurs de CDS sur d'autres dettes souveraines devront s'interroger sur la réalité de la protection qu'ils croient avoir acquise. Il est d'ores et déjà clair que ce sujet sera l'un des enjeux majeurs de la fin 2011 et de l'année 2012. Quelques publications commencent, à l'automne 2011, à examiner les situations individuelles des différents acheteurs et vendeurs de protection. Dans l'analyse de la solidité de leur position financière, il faudra désormais tenir compte de cet aléa d'interprétation des contrats d'émissions de dérivés de crédit.

La notion de « Partial Default »

Si les instances politique (le Conseil) et financière (la BCE) de l'Europe ne veulent pas entendre parler d'un « défaut » de la Grèce, elles sont moins catégoriques lorsqu'on évoque l'idée d'un défaut partiel ou limité. De quoi s'agit-il ? Au premier abord, on ne peut qu'être frappé par l'oxymore. Un débiteur est en défaut ou ne l'est pas, mais ne saurait être partiellement en défaut. En ce sens, l'expression entendue et utilisée dans les sphères

politiques et économiques ne recouvre aucune réalité juridique claire. Aux termes des contrats d'émission comme des contrats de CDS, un émetteur est ou non en défaut, même si cela ne concerne qu'une fraction très limitée de sa dette et porte sur un remboursement peu significatif. Alors ? De quoi s'agit-il ?

L'expression est souvent utilisée par les agences de notation. Mais aussi la BCE. Lorsque l'on demande au gouverneur de la BCE si la Grèce va faire faillite, la réponse est toujours la même « *on behalf of the Governing Council of the ECB, I said that a credit event, selective default or default should be avoided* ». Depuis le début de la crise, la BCE délivre un message identique. Tout d'abord, qu'il ne ressort pas du rôle et des missions de la BCE de prendre des décisions politiques comme celle de faire participer ou non le secteur privé à la participation des pertes pour aider la Grèce mais que ceci relève des gouvernements. Que dans ce contexte, « *we have three very clear messages. First, we said that any participation had to be voluntary. As far as this is concerned, our advice has been followed. Second, we said that it was necessary to avoid a 'credit event', and at the moment, it looks as though we have done so. Lastly, our third message was that a 'selective default' should be avoided* »¹⁹.

Mais qu'entend-on alors par "défaut partiel" si cette expression n'est pas juridiquement correcte ? Il semble, mais l'on s'étonnera de l'absence de clarification officielle sur ce point essentiel, que l'on fasse référence à une situation dans laquelle il y a défaut sur des instruments particuliers, et non sur tous les instruments émis par le même émetteur.

En ce cas, se pose un problème sur la valorisation de l'ensemble des titres émis par l'émetteur. C'est d'ailleurs bien cette question de la valeur de ces titres en « défaut partiel » qui pose problème pour la BCE. On sait en effet que celle-ci accepte en garantie dans ses opérations de refinancement avec les banques tous les titres de dettes émis par les Etats de la zone euro sans décote, et ce au nom du principe politique qu'il n'est pas possible de différencier entre les dettes des Etats membres de la zone euro. Mais, du jour où la dette d'un Etat est en « défaut partiel », le message de la BCE est clair : « *In case of a 'selective default', the ECB and the Eurosystem would ask for recapitalisation of the banks and for credit enhancement of our collateral in order to have sound counterparties and eligible collateral* »²⁰. Autrement dit, le défaut partiel est avant tout une question qui intéresse le secteur privé et les banques...

Au total, donc, après le plan du 27 octobre, et en supposant qu'il sera mis en œuvre, la dette grecque, quelle que soit la façon dont elle sera appréciée par les comptables et les agences de notation, ce qui est l'objet des pages suivantes, ne devrait pas être, pour le moment, en défaut au sens de ses contrats d'émission, pourrait ne pas déclencher un événement de crédit conduisant à mettre en œuvre les protections que donnent les CDS, et ne devrait pas être traitée comme faisant l'objet d'un défaut partiel. Le gouverneur a été entendu.

¹⁹ J.C Trichet, Interview Le Point, 22 juillet 2011.

²⁰ J.C Trichet, Interview, Süddeutsche Zeitung, 23 juillet 2011.

UN CADRE COMPTABLE DEVENU SUJET DE POLEMIQUE

Le 4 août 2011, deux semaines jour pour jour après que l'Union Européenne a adopté, le 21 juillet, son second plan de sauvetage de la Grèce, Hans Hoogervorst, le Président de l'IASB, l'organisme qui établit les normes financières internationales qu'a adoptées l'Europe, a écrit à Steven Maijoor, le président de l'autorité européenne des marchés (ESMA), une lettre de quatre pages lui donnant un cours sur la bonne manière d'appliquer la comptabilisation à la « juste valeur ».

De quoi s'agissait-il en l'occurrence ? Un certain nombre d'institutions financières ont décidé, après l'adoption du plan du 21 juillet, de mesurer la valeur des dettes souveraines grecques qu'elles détenaient en leur appliquant une décote calculée sur la base du mécanisme d'échange que prévoit ce plan. Elles ont, pour cela, modélisé les flux futurs de trésorerie qui résulteraient de la mise en œuvre de l'échange, et comparé leur valeur avec la valeur originelle de ces dettes. Elles ont conclu à une décote de 21 %, qui a été appliquée par plusieurs banques françaises à leurs dettes grecques. Dans le même temps, les rares transactions qui se faisaient sur le marché conduisaient plutôt à constater une décote de 50%. Ecart de 30% donc, entre les deux approches, avec les conséquences que l'on peut facilement calculer sur les bilans, les comptes de résultats, les besoins de fonds propres des banques concernées selon que l'on retient l'une ou l'autre de ces approches. Enjeu financier de grande taille certainement.

Mais surtout enjeu majeur de principes. Revenons donc aux principes.

Aux yeux des normes IFRS (IAS 39.59), un actif financier doit être déprécié (*impaired*) s'il y a des indices objectifs de cette situation ; ces indices peuvent être l'existence de difficultés financières significatives de l'émetteur, mais aussi le fait que le créancier accorde une concession financière à l'émetteur qu'il n'aurait normalement pas accordée, ou encore le fait qu'il n'y ait plus un marché actif pour l'instrument financier en question.

Les règles de base

Comment les comptables raisonnent-ils s'agissant de la dette de la Grèce ? Ils considèrent qu'elle doit être dépréciée, puisque, c'est la base du raisonnement, un détenteur de dette grecque doit prendre en compte une diminution des flux de trésorerie attendus. Les comptables mettent en avant pour l'établir un faisceau d'indices : les Grecs ne peuvent honorer les échéances de leur dette sans aide extérieure ; le FMI et certains Etats membres ont indiqué qu'il fallait que le secteur privé supporte une part de l'effort – ce qui veut dire qu'il devra y perdre quelque chose ; de plus en plus d'investisseurs s'attendent à un défaut sur la dette grecque ; la capacité de la Grèce à tenir les engagements qu'elle a pris est douteuse ; les spreads de sa dette se sont envolés ainsi que les prix des CDS ; le volume de dette grecque échangée a baissé de plus de 95 % (mais ce n'est pas pour autant, voir ci-après, qu'il faille reconnaître la disparition d'un marché actif) ; les agences de notation ont dégradé la dette grecque au niveau le plus bas de toutes les dettes souveraines dans le monde – ce qui, aux yeux de la norme IAS 39.60 ne constitue pas par soi-même un critère automatique de dépréciation, mais en est un indice sérieux.

Arrêtons-nous un instant sur cette énumération : elle réunit des approches classiques pour les risques de crédit (le risque que le débiteur n'honore pas ses échéances), des approches de valorisation de marché (l'écartement des spreads, la flambée des prix des CDS), des indices de dysfonctionnements de ces mêmes marchés (l'effondrement des volumes), le point de vue des agences de notation. Cette ligne d'argumentation est d'une extraordinaire hétérogénéité.

Mais cette hétérogénéité ne doit rien au hasard : la prégnance toujours croissante des références aux valeurs de marché, l'utilisation de plus en plus répandue d'instruments de marché pour se protéger des risques de crédit, la philosophie même des normes comptables, dont l'idée de juste valeur est d'abord une idée de valeur de marché, beaucoup de facteurs concourent à brouiller les frontières entre risques de crédit (c'est-à-dire l'étude des probabilités de défaut, des expositions au moment du défaut, et des pertes en cas de défaut) et risques de marché (fondamentalement liés à l'appréciation des évolutions possibles des valeurs de marché). Ce sujet de l'interaction risque de marché – risque de crédit est suffisamment important pour faire l'objet depuis plusieurs années de recherches spécifiques, notamment dans le cadre d'un groupe de travail du comité de Bâle²¹.

Une fois la nécessité d'une dépréciation reconnue, il s'agit de calculer le montant de la perte qu'il faudra prendre en compte de ce fait, puis de déterminer le traitement comptable dont cette perte fera l'objet. Selon que l'intention du détenteur de la dette est de la conserver jusqu'à son échéance (held to maturity - HTM), ou de la considérer comme disponible à la vente (available for sale – AFS), ou encore de l'inclure dans un portefeuille d'instruments négociés dans le marché (trading book), la réponse diffèrera.

La règle est que la perte de valeur d'un actif déprécié doit être reconnue dans le compte de résultat si cet actif est disponible à la vente ou fait partie d'un portefeuille de trading ; si l'actif est supposé être détenu jusqu'à son échéance (HTM), la perte de valeur est calculée comme la différence entre la valeur de portage de cet actif, et la valeur présente des flux futurs de trésorerie calculés en utilisant le taux d'intérêt originel comme taux d'actualisation.

La lettre de Hans Hoogervorst

Que nous dit Hans Hoogervorst , le président de l'IASB, dans sa désormais célèbre lettre du 4 août ? Qu'il sait parfaitement qu'il ne relève pas de sa mission de suivre l'application des normes qu'il promeut. Mais qu'il est de l'intérêt de l'ISBA comme de celui de l'autorité européenne des marchés (ESMA) de s'assurer que la mise en œuvre des normes est de la meilleure qualité possible ; et que, dans le cas des dettes grecques, cette mise en œuvre est visiblement incohérente, ce qui justifie d'attirer l'attention du président de l'ESMA sur le sujet. Bref, de faire remontrance publique à ceux qui ont pêché, en écrivant cette lettre, en l'adressant à celui qui a pour mission de s'assurer du bon fonctionnement des marchés – le surveillant général, et en la publiant de sorte que tous soient bien informés de sa vertueuse indignation. Il prend bien soin de préciser que ses considérations ne s'appliquent pas aux dettes supposées être détenues jusqu'à leur échéance.

Puis expose ses griefs : certains, horresco referens, auraient déclaré avoir valorisé des dettes « AFS » (disponibles à la vente), sur la base de méthodes de valorisation internes plutôt que

²¹ Cf Basel Committee on Banking Supervision Working paper n°16 Findings on the interaction of market and credit risk

sur celle calée sur les prix de marché. Cette manière de faire est admise lorsqu'il n'y a pas un marché actif de l'instrument financier considéré. Hoogervorst s'emploie, et la démonstration est, naturellement, des plus laborieuses, à démontrer que le fait que des prix soient cotés sur la dette grecque, même si les volumes échangés ne sont qu'une fraction de ce qu'ils étaient avant crise, doit suffire à considérer qu'un tel marché existe. Mais il ne s'arrête pas en si bon chemin, et va un peu plus loin. Il dit que même si la détermination de la juste valeur devait se faire en utilisant un modèle parce que le marché n'est pas assez actif, ce modèle doit « refléter » les conditions du marché. Bref, quand il n'y a pas vraiment de marché, il faut faire comme si le semblant de marché qui reste devait être le meilleur critère d'appréciation de la valeur de l'instrument. Bref, quand il y a un marché, la valeur, c'est le prix de marché, et quand il n'y en a pas vraiment, le modèle, ce doit être le prix de ce supposé marché...

Rappelons un instant le contexte de l'accord du 21 juillet 2011 sur la dette grecque : il dispose que les institutions financières qui en portent peuvent l'échanger contre des instruments qui seront émis à cette occasion, très peu risqués, portant un taux modéré, et ayant une échéance nettement plus lointaine. L'IIF, qui a exprimé la proposition des banques lors des négociations qui ont abouti à l'accord du 21 juillet, a spécifié que les paramètres des instruments émis seraient calés pour qu'ils représentent une décote actuarielle de 21 % par rapport aux instruments originels. Les autorités grecques ont dit qu'elles considéraient que, pour que cet échange ait lieu, il faudrait qu'il réunisse une part très importante des dettes auxquelles il pourrait s'appliquer – 90 % par exemple.

Caricaturons donc un instant la situation : le président de l'IASB ne conteste pas qu'il n'y ait pas vraiment un marché actif de la dette grecque, mais dit que, même pas vraiment actif, c'est lui qui doit guider l'idée qu'on se fait de la valeur de celle-ci ; dans le même temps, 90% de la dette portée par des acteurs qui doivent reconnaître dans leurs comptes ses variations de valeur pourraient être échangés contre des instruments financiers, dans le cadre d'une opération diminuant leur valeur d'environ 20%, et ceci ne devrait pas être pris en compte pour évaluer ce qu'elle vaut.

Conscient de l'incongruité de la situation, Hoogervorst renverse la charge de la preuve dans un raisonnement qui mérite d'être cité : « Il ne serait donc ni conforme aux exigences, ni à l'intention, de (la norme) IAS 39 de mesurer une perte sur des obligations d'Etat classées en AFS seulement en évaluant la valeur présente des flux de trésorerie résultant d'une restructuration proposée de ces obligations. Il est difficile d'imaginer qu'il y ait des acheteurs aux prix indiqués par les modèles de valorisation utilisés. »

Extraordinaire : les Etats souverains d'Europe et les grands porteurs privés de la dette grecque décident ensemble d'agir afin que soient émis des instruments qui permettront d'acheter, dans le cadre d'un échange, ces obligations, et dans ces conditions ; cette transaction aura lieu si elle réunit l'immense majorité des titres concernés – avant que ne soit adopté le plan du 27 octobre, cette perspective était plausible ; les porteurs de ces obligations sont donc massivement prêts à les vendre à ces conditions.

Notons en passant un paradoxe additionnel de la position de Hoogervorst : imaginons que sa préconisation soit suivie, que les dettes grecques soient décotées de 50%, et que l'échange ait lieu quelque temps après. Il faudrait alors procéder à une évaluation des nouveaux instruments. Ils vaudraient alors, puisqu'ils auront été conçus à cette fin, la valeur originelle diminuée de 21%. Bref, on aboutirait à la valorisation qu'Hoogervorst tente d'éviter. Mais cet

aller et retour n'aurait pas été indolore : entre temps, plusieurs banques grecques se seraient trouvées, un peu plus qu'un instant de raison, avec une situation nette négative, et plusieurs institutions du reste de l'Union Européenne avec des ratios significativement dégradés.

Il y a, revenons-y, si l'échange se fait, un acheteur, un vendeur, la transaction porte sur le gros des montants. Mais elle ne peut être prise en compte. Pourquoi ? Pour une bonne raison, en première analyse : parce que, lorsque M. Hoogervorst écrit, l'accord du 21 juillet n'est pas encore mis en œuvre. Il reste à réunir un soutien suffisant des créanciers, et à remplir un certain nombre d'autres conditions, pour qu'il le soit. Mais cet argument n'est pas un instant, pas une fois, évoqué. On comprend d'ailleurs qu'il ne le soit pas : pour l'écarter, il faudrait d'abord le prendre en compte, puis admettre qu'il y aurait lieu, si l'échange se faisait, d'en mesurer l'impact. Deux choses auxquelles se refuse M. Hoogervorst. Pourquoi ?

Fondamentalement parce que cette transaction n'est pas, aux yeux de M. Hoogervorst, digne d'être prise en considération, puisqu'il s'agit d'un plan d'échange mis en place par la puissance publique. Et qu'elle ne fait donc pas apparaître un « prix de marché ».

Au-delà du dogmatisme d'un ayatollah de la comptabilité, qui pourrait prêter à sourire si les enjeux n'étaient pas si élevés, ce qui est en cause est donc la possibilité même d'une action publique pour restructurer, en période de grande crise, des dettes publiques.

Appliquer de tels raisonnements aurait, naturellement, interdit qu'aboutissent les restructurations des dettes des pays émergents lors des grandes crises des années 70 et 80, rendu impossible le plan Brady, condamné à la ruine l'Etat coréen.

Etat de la question après le plan du 27 octobre 2011

Le plan du 21 juillet a rapidement été remis en cause. Les Etats européens, qui devaient l'adopter individuellement, ont été lents à le faire, et le dernier à s'y résoudre, la Slovaquie, n'y est arrivé qu'après avoir pris le risque de faire échouer l'ensemble du plan. Surtout, il est apparu assez rapidement que l'ampleur de la réduction de la dette souveraine grecque prévue par le plan était insuffisante, et qu'il faudrait que ses détenteurs privés acceptent un sacrifice plus important.

C'est ainsi que le plan du 27 octobre retient, sans autre forme de précision, une décote nominale de la dette grecque de 50 %²². La signification précise de cette déclaration n'est pas encore connue, au moment où nous terminons la rédaction de ce cahier, même si de premiers éléments commencent à être connus sur les modalités envisagées. Certains scénarios de rééchelonnement envisagés aboutiraient ainsi à des niveaux de pertes actuarielles légèrement supérieurs à 50%. La réalité a apparemment fini par rejoindre le niveau de décote qu'espérait H. Hoogervorst.

Cela lui donne-t-il pour autant raison sur le fond de son raisonnement ? Nous ne le pensons pas. En mettant de côté la question, très importante au demeurant, de sa légitimité à intervenir sur le terrain de la mise en œuvre des normes qu'il a seulement la responsabilité de publier, sa prise de position n'était en aucune manière motivée par le fait que les équilibres soutenables pour la Grèce, compte tenu d'un certain niveau d'aides de l'Union Européenne et du FMI, ne permettaient pas de faire face à une dette réduite de « seulement » 21 % pour ses porteurs privés ; elle ne disait pas qu'il fallait une réduction de 50 % pour qu'un plan puisse être mis

²² Cf. les déclarations elliptiques de MM Ackermann et Dallara sur le site de l'IIF le 27 octobre, qui ne donnent pas du tout le même niveau d'information que celui qui avait été fourni le 21 juillet.

en œuvre avec une perspective de succès ; elle disait purement et simplement qu'au moment de l'arrêté des comptes du 30 juin 2011, il fallait caler toute la mesure de la dette grecque disponible à la vente sur le niveau des quelques transactions dont elle faisait encore l'objet, et, la dette étant reconnue comme devant être dépréciée, passer cette mise à niveau par le compte de résultat.

Dans l'hypothèse où l'Union Européenne et le FMI auraient pu mettre sur la table des aides accrues à la Grèce, et où ceci aurait permis aux porteurs privés de ne pas avoir à subir des pertes supérieures à 21 %, le plan du 21 juillet aurait pu réussir. Lors de la mise en œuvre effective des échanges des instruments de dette existants contre les nouveaux, ceux-ci auraient effectivement valu 21 % de moins que les instruments originels. Si les thèses comptables de M. Hoogervorst avaient été suivies, il aurait fallu, après avoir passé les pertes à hauteur de 50 % en juin, les reprendre pour mettre la décote à 21 % « seulement » en décembre. Cet aller et retour n'aurait pas été seulement incongru. Au passage, comme on l'a vu, d'importantes décisions auraient dû être prises, en recapitalisant pour quelques mois les banques dont les ratios, à 50 % de décote, auraient été insuffisants, pour les trouver, peu de temps après, avec des ratios plus élevés que nécessaire.

Pistes de solution

Nous l'avons déjà dit : la crise provient en partie de la rencontre entre, d'un côté, des déséquilibres macro-économiques financés par des dettes émises et achetées par des acteurs qui se sont comportés en considérant qu'elles étaient en fait sans risque, et, de l'autre côté, une fluctuation de grande ampleur de leur marché, aussi bien en termes de prix, de volumes échangés, que de capacité à absorber de nouvelles émissions. La violence de ce choc met en péril les économies européennes.

Elle met aussi en péril leurs institutions financières. S'il faut, à tout moment, parce que telle serait la règle comptable, répercuter dans leurs résultats et leurs fonds propres les variations erratiques des valeurs des dettes souveraines qu'elles détiennent, le système risque fort de ne pouvoir être stabilisé, et ce d'autant moins qu'après avoir répercuté les baisses de valeur, il faut les compenser pour pouvoir maintenir les ratios de solvabilité à des niveaux cibles que les régulateurs veulent en outre constamment augmenter. Bref, le risque est de devoir emprunter pour compenser la perte de valeur de la dette que l'on a émise.

Il convient donc de s'interroger sur la manière d'appliquer les normes comptables pendant cette période de crise aiguë. Les quelques pistes de réflexion esquissées ci-après devraient être discutées pour en examiner en détail la faisabilité et les conséquences. Nous pensons cependant qu'elles méritent examen. Il convient de distinguer les dettes faisant l'objet de plans de rééchelonnement, et les autres.

Pour les premières, la solution consisterait à adopter, dans le cadre de l'Union Européenne, des amendements aux normes IFRS, permettant de comptabiliser les dettes souveraines portées par les banques, les assurances, ou tout autre acteur soumis à ces normes, et figurant dans le portefeuille «disponible à la vente», en prenant en compte les plans de rééchelonnement en cours de mise en œuvre.

Les principes généraux seraient les suivants : une fois son principe annoncé, un plan de rééchelonnement pourrait être pris en compte pour valoriser une dette souveraine de la zone

Euro lorsqu'il apparaîtrait suffisamment vraisemblable que sa mise en œuvre sera effective dans un délai rapproché, et concernera une portion significative de la dette concernée. Par exemple : mise en œuvre probable dans les douze mois, et portant sur plus de la moitié de l'encours.

La dette concernée serait valorisée sur la base d'un modèle interne prenant en compte les flux futurs de trésorerie des instruments émis lors du rééchelonnement, avec un taux d'actualisation approprié. Les paramètres clefs de ce modèle interne seraient publiés par chaque institution ayant recours à cette méthode. Dans la mesure du possible, ils seraient identiques d'une institution à l'autre, par exemple grâce à des indications de méthode publiées par l'IIF ou un organisme équivalent. Tout écart par rapport à ces indications de méthode devrait être explicité, et son impact chiffré. Les montants des expositions, brutes et nettes, aux différentes dettes concernées seraient publiés, à jour à chaque échéance de publication.

Enfin, il pourrait être opportun de faciliter le passage d'un classement « disponible à la vente » à un classement « détenu à maturité », et réciproquement, dans des conditions respectant l'information du marché (simulation de l'impact du statu quo), mais prises en compte explicitement et de la même manière dans tous les pays de l'Union Européenne dans le calcul des ratios prudentiels.

S'agissant des dettes souveraines de la zone Euro ne faisant pas l'objet de plans de rééchelonnement, et qui ne sont pas comptablement « dépréciées » (au sens de *impaired*), la règle pourrait être que celles détenues comme « disponibles à la vente » soient évaluées sur la base d'analyses sur la probabilité de défaut, l'exposition en cas de défaut, et le niveau probable de pertes en cas de défaut. C'est la méthode qui prévaut déjà pour celles ayant vocation à être détenues jusqu'à maturité.

Il paraîtrait utile que des lignes directrices soient publiées, par exemple par l'IIF²³, pour la manière de calculer ces paramètres, et que, comme pour les cas de plans de rééchelonnement, chaque banque s'y réfère, sauf à expliciter les raisons la conduisant à retenir d'autres paramètres, et à mesurer et publier l'impact de ces écarts.

Pourquoi préférer cette manière de faire à la référence aux valeurs de marché ? Parce que celles-ci sont éminemment volatiles et peuvent dévier durablement de ce qui serait une théorique valeur d'équilibre. Et que cette volatilité et ces déviations sont extrêmement dangereuses par les effets « pro-cycliques » ou « auto-réalisateurs » qu'elles engendrent. Si « le marché » perd confiance dans un pays, comme cela a été le cas à l'automne 2011 pour l'Italie, cela ne veut pas dire que la capacité effective de ce pays à honorer ses engagements a fluctué comme la valeur de sa dette, dont les spreads ont monté en quelques jours, parfois en quelques heures, de quelques centaines de points de base. Mais que le marché bouge ainsi, et l'Italie peut en effet se trouver plongée dans l'incapacité de se refinancer. Se caler sur ces chiffres, c'est prendre le risque d'être constamment en train de courir derrière l'événement. C'est surtout se condamner à n'avoir jamais en main les instruments permettant de faire face à la crise. Il est déjà difficile de traiter la Grèce. L'Europe n'a pas et n'aura pas les moyens de faire face à une attaque contre les dettes d'un, a fortiori de plusieurs, de ses grands pays si elle

²³ Cette solution paraît, en première analyse, préférable à celle confiant à une instance publique comme la Commission ou l'un des régulateurs européens le soin de définir le niveau souhaitable de provisionnement sur une dette d'un Etat souverain de son ressort.

doit, à tout moment, donner raison aux marchés, et augmenter ses engagements du montant de leurs craintes ou de leurs spéculations.

Précisons encore un point : l'IASB s'abrite souvent derrière la nécessité de permettre une correcte information des investisseurs. Il est en réalité parfaitement possible de les informer sur les impacts qu'auraient différentes valorisations des dettes souveraines détenues par les grandes banques européennes sans en passer par leur mise instantanée à valeur de marché. Il suffirait, pour cela, de publier les expositions brutes et nettes (de couvertures) de ces banques aux dettes souveraines de chaque pays de l'Union. Théorique ? Pas du tout : c'est ce qui a été fait, même imparfaitement et tardivement, par l'Autorité Bancaire Européenne. Dans les documents annexes à ses deuxièmes stress tests, figure, pour chacune des quatre-vingt-dix banques étudiées, un tableau donnant, pays par pays de l'Union, son exposition brute et nette à la dette souveraine du pays en question. L'information peut non seulement théoriquement être fournie : elle l'est de plus en plus, avec un niveau toujours plus fin de détail, arrêté après arrêté, comme cela avait été le cas après la crise des subprimes. L'argument de l'information des investisseurs fait donc long feu.

La solution proposée ici peut également être présentée comme revenant à assouplir très largement les conditions dans lesquelles « l'intention de gestion » d'une dette souveraine peut être modifiée de « détention à maturité » (HTM) à « disponible à la vente » (AFS). Les avantages d'un tel assouplissement seraient d'introduire de la « viscosité » dans les prix, de diminuer les effets pro-cycliques des attaques des marchés contre telle ou telle dette, et de gagner du temps, à un moment où avoir du temps pour, graduellement, stabiliser puis réduire les taux d'endettement des pays membres de la zone Euro est un enjeu majeur.

DES METHODES DE NOTATION PRISES A CONTREPIED

Les agences de notation ont élaboré, de longue date, des méthodes de notation des dettes souveraines. Ces méthodologies ont longtemps été marquées par la hantise de la crise des dettes souveraines des pays émergents ; elles se sont trouvées prises à contrepied par le déroulement de la crise sur certaines dettes souveraines de la zone Euro.

Des méthodes multicritères tournées vers la capacité d'honorer les engagements

Les méthodes qu'utilisent les agences de notation pour noter les dettes souveraines sont aisément accessibles : elles sont, pour deux d'entre elles, publiées sur leurs sites internet et accessibles sans frais. Avec des nuances importantes, mais qu'il est possible de négliger ici, elles reposent sur des batteries d'indicateurs multi-critères, aboutissant, pour chaque critère, à une qualification ou une quantification ; l'agrégation de ces qualifications ou quantifications conduit à la notation de la dette : tant de « points », et on est à tel niveau (AA, BBB, etc.). Ces indicateurs multi-critères traduisent, à des degrés divers, des appréciations sur la capacité institutionnelle, politique, macro-économique, d'un Etat souverain à honorer ses prochaines échéances. Rien que de très logique à première lecture.

En fait, de très profondes différences existent entre cette méthodologie et celle appliquée aux émissions obligataires des entreprises – le métier d'origine des agences de notation. Une évidence d'abord : il y a de très nombreuses entreprises dont les émissions peuvent être notées, et peu d'Etats. Une entreprise donnée émet, de temps à autre, un produit de dette, dont la note peut être suivie par des investisseurs qui se soucient principalement de la probabilité de défaut. L'hypothèse implicite est que l'entreprise doit pouvoir, avec les ressources qu'elle dégage, rembourser toutes ses dettes connues. Sans cesse, des émetteurs font défaut. Les agences peuvent donc suivre de manière précise la qualité de leur notation, en vérifiant, par exemple, que les entreprises qui font défaut étaient bien celles qui étaient le plus mal notées, et que les probabilités de faire défaut sont d'autant plus grandes que la note est basse. Moody's publie ainsi tous les mois des statistiques permettant de valider que la notation est « cohérente », et, au-delà, qu'elle donne bien des probabilités de défaut par note voisines de celles que ces notes sont censées porter.

Pour les émetteurs souverains, la plupart du temps, la situation est très différente : ils émettent très souvent, ils font défaut très rarement, et il faut des études sur des séries très longues pour voir si les notations données par les agences présentent les caractéristiques de cohérence observées sur les notations des dettes d'entreprises. A titre d'illustration, Moody's a publié en mai 2011 sa septième étude sur les défauts sur dette souveraine, couvrant la période 1983-2010²⁴. Sur cette période, et sur une centaine d'émetteurs souverains notés, un seul (la Jamaïque) a fait défaut en 2010 ; quatre sur les six dernières années ; 14 en tout depuis 1983. Contrairement à ce qu'un Européen peut imaginer, il y a eu en 2010 deux fois plus d'émetteurs souverains dont la note a été rehaussée que d'émetteurs dont la note a été abaissée.

Deuxième différence majeure : l'hypothèse usuelle sur une émission obligataire d'entreprise est qu'elle pourra être remboursée par l'émetteur grâce aux recettes qu'il peut dégager de son activité ou de son patrimoine ; ce n'est, en fait, pas le cas pour les grands émetteurs souverains, pour lesquels l'hypothèse implicite est qu'ils continueront de rester significativement endettés, et, au-delà, qu'ils continueront d'émettre régulièrement de nouvelles dettes. La notation s'interroge donc sur leur capacité à et leur volonté de rembourser leurs dettes, tout en continuant à s'endetter, et pas réellement sur leur capacité à rembourser toutes les dettes qu'ils ont émises sans en lever de nouvelles, condition que très peu d'Etats seraient en mesure de remplir.

La crise actuelle au sein de la zone Euro a fait apparaître un cas de figure qui n'avait pas été réellement pris en compte jusqu'ici : que se passe-t-il si un Etat, dont les finances publiques sont tendues, voit tout à coup les portes des marchés se fermer brutalement devant lui – plus personne ne veut lui prêter – ou l'accès au marché devenir en pratique impossible, parce qu'il se ferait à des prix absolument prohibitifs ? Membre de la zone Euro, l'échappatoire de la dévaluation lui est désormais interdit. Cet Etat peut donc, du jour au lendemain, ou en tout cas, en très peu de temps, passer d'une situation qui aurait justifié une note médiocre, au risque de défaut. C'est ce qu'a connu la Grèce. C'est ce qu'ont connu, à leur manière, l'Irlande et le Portugal. C'est ce que craignent désormais de connaître l'Espagne et l'Italie.

Arrêtons-nous un instant sur ce que signifie cette situation : l'hypothèse implicite est bien que la fermeture du marché d'émission de nouvelles dettes peut mettre l'émetteur en défaut.

²⁴ Moody's : Sovereign default rates and recovery rates, 1983-2010, May 10, 2011

C'est-à-dire qu'il ne peut survivre sans émettre. C'est le point que nous soulignons ci-dessus. Et cette situation signifie aussi qu'un facteur de déclenchement du défaut peut être une situation dans laquelle soit personne n'achète l'instrument à émettre, soit personne n'est prêt à le faire à des conditions soutenables.

Dans ces deux cas, l'Etat souverain a de fait abdiqué une part de sa souveraineté en se mettant dans la dépendance des marchés parce qu'il a constamment besoin d'émettre. Cela n'arrive pas qu'aux autres : avec un déficit primaire dans tous ses budgets depuis trente ans, la France est bien dans ce cas de figure. Aucun homme politique ne propose qu'elle soit dès demain, par exemple tout de suite après les présidentielles, capable d'honorer tous ses engagements si elle ne peut continuer à emprunter. Le quasi-consensus qui a émergé en 2011 au sein de la classe politique française sur une trajectoire de réduction des déficits visant à répondre aux contraintes européennes, et à stabiliser à terme le ratio dette/PIB traduit parfaitement cette situation : la vertu n'est pas de ne plus être dépendant de la dette ; elle est de ne pas avoir besoin de doses toujours plus fortes de sa drogue favorite, mais de pouvoir se contenter, d'ici quelques années, du niveau qu'elle a atteint.

Tout ceci est familier, mais insuffisamment souvent mis en perspective. La situation dans laquelle nous sommes est une situation où les agences de notation doivent désormais tenir compte de la capacité des emprunteurs souverains non à rembourser, mais à continuer d'emprunter, bref de l'état du marché vis-à-vis d'eux.

Lorsque les agences de notation changent les notes des grands émetteurs souverains, elles doivent donc tenir compte de facteurs qui vont bien au-delà de ceux originellement pris en compte. Elles doivent désormais noter des émetteurs souverains en ne se posant pas seulement la question de leur capacité à et de leur volonté de rembourser ; elles doivent prendre en compte le risque que le marché les en empêche. Question autrefois classique s'agissant des pays émergents, mais qui n'était pas au premier rang des préoccupations pour les grands pays développés. . En outre, tout changement de note d'un pays développé attire une attention considérable, et les erreurs (beaucoup diront : les fautes) des agences sur les dérivés de crédit complexes qui ont marqué la crise des subprimes ont sensiblement altéré leur réputation. Les agences doivent donc noter sans être critiquables, par exemple, sans qu'il soit trop aisé de leur reprocher de causer, par leur changement de note, l'évènement même dont elles disent qu'il peut se produire.

La comparaison avec la situation des banques s'impose : elles peuvent, faute d'accès à la liquidité, mourir subitement alors même qu'elles sont bien ou très bien capitalisées. Les exemples sont de plus en plus nombreux, et Dexia n'est que le dernier en date, après avoir été l'un des premiers.

Bref, dans la dette souveraine aussi, le recours au marché a emporté avec lui sa contrepartie : pas de salut sans le consentement du marché lui-même. Imaginons que la spéculation sur la dette italienne se poursuive, et qu'il faille mettre en place, au-delà de la surveillance rapprochée du FMI décidée lors du G20 de Cannes, un plan d'aide pour l'Italie comme il a fallu le faire pour la Grèce. Il serait alors possible de reprocher aux agences de notation de s'être lourdement trompées en ne voyant pas venir ce risque de défaut, après qu'on leur aurait reproché une dégradation intempestive.

C'est pourquoi un certain nombre d'intervenants, comme le Cercle des Economistes en France, ont proposé que les agences suspendent les notations des dettes souveraines lorsque

celles-ci étaient soumises à des conditions exceptionnelles. A l'automne 2011, la Commission a étudié activement la possibilité d'adopter des mesures allant en ce sens avant de l'écarter. Il n'est pas sûr en effet que ces pistes de réflexion soient efficaces, et il est clair qu'elles sont problématiques sur le plan des principes.

Restructuration et défaut

Les agences de notation ont été conduites à se pencher sur la manière de traiter les occasions dans lesquelles une dette faisait l'objet d'un rééchelonnement, y compris lorsque celui-ci fait l'objet d'une démarche qui peut s'analyser sur le plan juridique comme volontaire. Et elles distinguent selon les circonstances, pour évaluer si les porteurs des instruments de dette en question ont réellement le choix d'accepter le rééchelonnement, ou non.

Dans ce dernier cas (pas vraiment le choix), les agences ont conclu que le rééchelonnement pouvait constituer un « évènement de défaut » (*an event of default*). Le raisonnement est logique au départ : un échange de dette sous forme de rééchelonnement peut de fait obliger un créancier à supporter une perte par rapport à la valeur qu'il attendait initialement.

Mais il présente une singularité : pour que le rééchelonnement constitue un « évènement de défaut », il faut qu'il ait été fait précisément pour... éviter un « défaut » au sens traditionnel (incapacité à honorer une échéance, demande du bénéficiaire d'un régime de protection relevant du droit des faillites ou assimilé, etc.). Bien sûr, il s'agit de deux sens différents : le sens juridique, ici, le sens de la notation, qui s'intéresse aux risques de perte de valeur, là.

Même si la méthodologie a été mise au point pour des émetteurs corporate, elle peut trouver à s'appliquer à des émetteurs souverains. C'est précisément l'un des problèmes qui se sont posés avec les accords du 21 juillet. Les propositions de l'IIF, élaborées sur une base volontaire, conduisaient bien à un « *distressed rescheduling* », avec une perte actuarielle (les 21% évoqués ci-dessus) ; leur objet était de permettre à éviter à la Grèce de faire défaut (au sens traditionnel) ; pour une agence de notation, la cause était donc entendue : la mise en œuvre de ces propositions serait reconnue comme un évènement de défaut sur les dettes concernées par l'échange.

Défaut, ou défaut sélectif ?

De même que les juristes peuvent avoir plusieurs notions différentes de ce que serait un défaut sélectif, les agences de notation ont elles-aussi des approches hétérogènes du sujet. L'une d'entre elles, Moody's, ne reconnaît pas la notion de défaut « sélectif ». Soit il y a défaut sur une dette souveraine émise par un pays, et celui-ci est alors réputé être en défaut, soit ce n'est pas le cas, et le pays n'est pas en défaut. Pour Standard and Poor's et Fitch, il est possible de reconnaître que le défaut n'atteint qu'une partie de la dette du pays (par exemple, celle ayant certaines maturités) et pas le reste. La dette est alors réputée faire l'objet d'un défaut sélectif (*selective default*). On le voit, ces différentes notions n'ont pas de lien direct avec les qualifications juridiques vues ci-dessus. Il faut donc prendre garde, lorsque des expressions de ce type sont utilisées dans des discours publics, à identifier à quelle notion de défaut partiel ou sélectif il est fait référence.

Un point important de calendrier : les agences de notation ne reconnaissent un défaut lié à une restructuration contrainte (*distressed restructuring*) que lorsque celle-ci est effectivement mise en œuvre, et que les échanges d'instruments, s'il y en a, sont engagés. Ce n'est donc que tardivement que leur notation traduira une réalité qui sera alors, depuis un bon moment,

reconnue par tous. Bref, sur les perspectives de solvabilité, elles sont dans l'anticipation, dans la reconnaissance du défaut, elles suivent l'événement.

Quelles sont les conséquences pratiques de la reconnaissance par une agence de notation d'un défaut sur dette souveraine ? Il n'y en a pas d'automatique d'un point de vue comptable, il n'y en a pas non plus pour les juristes, et il n'y en a guère pour les investisseurs : si beaucoup d'entre eux sont tenus d'acheter des dettes AAA, ou à tout le moins « *investment grade* », il n'y en a guère dont les règles d'investissement différencient entre les degrés les plus bas de la notation. Mais il existe, de fait, une exception notable : la Banque Centrale Européenne. Elle considère ne pas pouvoir se permettre de prendre en collatéral une dette que deux agences de notation classeraient comme en défaut. Or la liquidité du système bancaire grec dépend de l'intervention de la BCE. C'est pourquoi il a fallu, lors du plan du 27 octobre, trouver un moyen de contourner, au moyen d'un mécanisme de garanties, cette difficulté.

CONCLUSION

La crise des dettes souveraines de certains pays membres de la zone Euro est le fruit de déséquilibres fondamentaux qu'il a longtemps paru possible de ne pas corriger : déséquilibres budgétaires, qui font que, tôt ou tard, même les Etats doivent se mettre en position de rembourser leur dette, sauf à prendre le risque du défaut ; déséquilibres de la gouvernance de la zone Euro, où la Banque Centrale Européenne ne trouve pas en face d'elle le pouvoir politique qui aurait permis, en appliquant sérieusement le pacte de stabilité et de croissance, d'éviter la montée des déficits et des dettes, et qui permettrait aujourd'hui un traitement coordonné de la crise. C'est de la volonté politique, pays par pays, au niveau de la zone Euro, et au niveau de l'Union Européenne tout entière que viendront les solutions, et leur succès dépendra de la croissance et des comportements des marchés, deux paramètres notoirement difficiles à prévoir.

Mais, pour que la mise en œuvre des solutions réussisse, il faudra aussi surmonter de vrais obstacles techniques. Ce cahier en a mis quelques-uns en évidence : ils relèvent du droit des contrats de dette, et des dérivés qui permettent de se protéger de leurs risques ; des normes comptables ; et des méthodes des agences de notation.

Le sac de nœuds qu'il faut maintenant tenter de démêler s'est constitué au cours du temps, sans claire conscience de ce qui se construisait. Lorsque la crise s'est déclarée, il est apparu que tout était lié : la possibilité d'émettre dépendait du cours des CDS ; le traitement prudentiel des dettes souveraines en avait favorisé l'accumulation par les banques, mais les normes comptables rendaient cette situation intenable ; le droit des contrats d'émission des dettes souveraines ne donnait pas d'instruments permettant d'asseoir tous les créanciers autour de la table.

Il faudra, pour s'en sortir, accepter de « bricoler » : avec la substitution progressive aux contrats existants de contrats nouveaux, normalisés, avec des clauses claires d'action collective, et une définition communément admise des rapports entre la notion de défaut sur les dettes elles-mêmes, et dans les contrats dérivés qui les ont pour sous-jacents ; avec une doctrine du comité de détermination des événements de défaut qui permette une prévisibilité convenable de l'effectivité des CDS ; avec des traitements comptables qui, tout en permettant

d'informer correctement le marché, ne rendront pas impossible la mise en place de plans pertinents de rééchelonnement et diminueront la « pro-cyclicité » des méthodes de valorisation des dettes souveraines ; avec des méthodes des agences de notation qui diront plus explicitement comment elles-mêmes prendront en compte les plans de sauvetage, et qui mettront en garde sur les aléas liés aux comportements des marchés.

Ce sera œuvre de techniciens ; mais les politiques doivent savoir que ces chantiers seront, le moment venu, à traiter, et être capables d'imposer leurs vues pour que la mise en œuvre des accords qui auraient été trouvés n'échoue pas sur des obstacles pratiques. Ce sera tout particulièrement indispensable dans le domaine du traitement comptable, où l'Union européenne peut, et doit, se donner les moyens d'imposer ses vues face au dogmatisme de l'IASB.