

CRISE FINANCIÈRE ET RÉGULATION DES FONDS

CHRISTIAN DE BOISSIEU *

La crise des *subprimes* est classique dans son point de départ : la chute des prix des logements aux États-Unis et ses conséquences pour les ménages les plus fragiles et, par ricochet, pour certains prêteurs (banques, autres intermédiaires financiers...). Les fonds ne sont pas à l'origine de cette crise financière, mais ils se retrouvent inévitablement dans le débat. D'autant plus que certains fonds ont eu l'occasion, par les positions prises, d'accentuer les tensions sur les prix du pétrole, sur les prix alimentaires...

253

La crise des *subprimes* est cependant nouvelle à l'arrivée, puisque des financements hypothécaires on ne peut plus classiques ont été transformés et d'une certaine façon démultipliés (rôle des effets de levier) par adossement à des procédures de titrisation, par recours à des instruments dérivés, à des produits structurés... Cette mue de financements traditionnels en crise d'un nouveau type n'implique pas, de plein front, les fonds. Cela dit, dans la mesure où ces fonds viennent modifier la répartition des risques (de crédit, de marché...) dans le système, mais aussi parfois compliquer leur « traçabilité », ils figurent aux premières loges d'un débat alimenté à nouveau par la crise.

Après avoir distingué les vrais sujets des faux débats à propos de l'innovation financière en général, des fonds en particulier, nous aborderons quelques grandes questions de régulation financière les concernant.

* Président du Conseil d'analyse économique, professeur à l'université Paris I Panthéon - Sorbonne.

VRAIS ET FAUX DÉBATS

Le débat franco-français est spécialement plombé par une confusion fréquente entre divers véhicules financiers.

Au moment où s'installent durablement et fortement dans le paysage financier les fonds souverains détenus par des États producteurs de pétrole ou de gaz, ou alimentés par les réserves de change (exemple de la Chine), le raisonnement sur la nature publique ou privée des fonds devient pertinent. Mais le principal critère reste quand même celui de l'horizon de gestion : les fonds hautement spéculatifs (certains *hedge funds*, mais pas tous) adoptent en général un horizon court, impliquant des allers-retours fréquents sur les différents marchés d'actifs, tandis que les fonds d'investissement (*private equity*) ont une perspective plus longue (problématique d'une rentabilité entre 5 et 10 ans) et que les fonds de pension prennent, en général, un horizon encore plus lointain (10-15 ans). Raisonner sur les « fonds » comme s'il s'agissait d'une catégorie homogène n'a ni sens ni légitimité. Supposer que le *private equity* relève d'une même approche que les *hedge funds* brouille le débat public au lieu de le faire progresser. Parmi les fonds d'investissement, il existe également une grande hétérogénéité sous l'angle des méthodologies et des horizons de gestion. Les fonds spécialisés dans les phases amont (capital-risque et capital-développement) n'ont pas, *a priori*, le même comportement ni la même exigence de TRI (taux de rendement interne) que les fonds orientés vers les phases aval comme les fonds LBO.

254

Comme le krach de 1987, la crise des *subprimes* a rouvert la discussion sur les avantages de l'innovation financière entendue au sens large (y compris la titrisation). L'innovation financière, accélérée selon les pays depuis le début des années 1970 ou des années 1980, est d'abord la rencontre de trois phénomènes structurels : la libéralisation (ou déréglementation) financière, l'arrivée des nouvelles technologies de l'information et de la communication et leur application directe à la banque et à la finance, la montée des risques financiers et la volonté de mieux s'en protéger ou de mieux en profiter. Rétrospectivement, on peut dire que les innovations financières se sont révélées être un jeu « gagnant-gagnant » : elles ont considérablement élargi la palette des financements possibles pour les emprunteurs (entreprises, États, particuliers...), tout en étendant également le champ des investissements offerts aux prêteurs. L'innovation financière a, un peu partout (y compris dans les pays en développement et les pays émergents), amélioré l'efficacité des systèmes financiers. Ce bénéfice-là ne doit en aucune manière être remis en cause, et toute velléité de « jeter le bébé avec l'eau du bain » à la lumière d'une crise financière même aussi grave que l'actuelle doit être réfrénée.

L'innovation financière, dans ses formes les plus simples (exemple : passage de taux fixes à des taux variables) comme dans les versions les plus sophistiquées (exemple : le dernier cri des produits optionnels), est une machine à se passer le mistigri, c'est-à-dire à transférer les risques (de crédit, de marché, opérationnels avec l'arrivée de Bâle 2) vers ceux plus à même ou plus désireux de les prendre en charge, voire vers ceux obligés de les assumer compte tenu du rapport de force entre prêteurs et emprunteurs (cas des crédits bancaires à taux variable, qui transfèrent le risque de taux vers l'emprunteur dans un contexte d'anticipation de hausse des taux d'intérêt). L'innovation financière met en jeu une sorte de principe (modifié) de la thermodynamique : rien ne se perd, rien ne se crée, tout se transfère. La crise des *subprimes* soulève trois questions à propos du processus d'innovation financière, processus qu'il serait suicidaire de remettre en cause globalement.

La traçabilité des risques

Avec de la titrisation au énième degré et des instruments dérivés relevant également de l'innovation financière au énième degré, il devient difficile d'identifier les porteurs ultimes du risque. Qui sont-ils ? Ont-ils les moyens de faire face à des retournements brutaux et non anticipés des marchés ? On peut penser que les risques financiers sont plus difficiles à tracer que la vache folle ou que tel ou tel problème relevant du risque sanitaire. L'innovation financière est au cœur d'un arbitrage (*trade-off*) potentiel entre les gains d'efficience qu'elle procure, et la perte de transparence et de « lisibilité » des systèmes financiers qu'elle provoque. Prétendre faire disparaître totalement cet arbitrage serait bien présomptueux. Disons seulement qu'il est souhaitable et possible d'en améliorer les termes.

255

La dispersion des risques

Les deux thèmes de la difficile traçabilité et de la forte dissémination des risques sont étroitement liés ; ils ont en commun de résulter de l'accélération des innovations financières. Avant la crise des *subprimes*, le discours dominant soulignait les inconvénients d'une trop forte concentration des risques. Par exemple, la concentration des transactions sur les marchés de gré à gré (OTC) d'instruments dérivés sur un petit nombre de banques crée une fragilité systémique, puisque toute défaillance déclencherait un vaste mouvement de défiance et de contagion. Depuis la crise des *subprimes*, la dispersion des risques est présentée comme un inconvénient au regard de la nécessaire transparence et de l'objectif de traçabilité. Il faut reconnaître que nous manquons de théories et de modèles pour trancher ce débat sur la répartition optimale des risques (de crédit, de marché...). Le débat est

d'autant plus complexe qu'il existe ici des conflits d'objectifs : le souci de transparence et de traçabilité pousse à favoriser une certaine concentration des risques, alors que la prévention des risques systémiques légitime plus de dispersion de ces risques.

La valorisation des instruments financiers

Les débats comptables ont pris une telle importance financière et même politique (au sens large), qu'ils ne peuvent être laissés aux seuls comptables... La crise de liquidité entre banques s'est traduite depuis août 2007 par l'absence de contreparties, donc de marchés, sur de nombreux contrats. La disparition, heureusement transitoire (mais un transitoire qui dure...), du marché fait que l'application de la *fair value* et du principe du *mark-to-market* devient problématique dans ce type de période. D'où, dans ce cas-là, le recours plus fréquent au *mark-to-model* qui permet certes de déboucher sur des valorisations (et donc sur des substituts de cotation), mais au prix d'hypothèses simplificatrices et souvent très subjectives. On comprend alors en quoi la crise des *subprimes* a rallumé certaines discussions autour des nouvelles normes comptables internationales et de l'application concrète des normes relatives à la valorisation des instruments financiers (IAS 32 et IAS 39). Mais les difficultés de valorisation ne justifient pas pour autant le retour à la comptabilité historique qui comportait d'autres inconvénients. Il va falloir conserver les avantages de la *fair value*, tout en réduisant la volatilité des valorisations grâce à des procédures de lissage des valeurs de marché. Ces enjeux comptables touchent la valorisation de l'ensemble des fonds, comme ils concernent l'ensemble des instruments financiers.

256

LES LEÇONS DE LA CRISE POUR LA SURVEILLANCE DES FONDS

La transparence : une valeur durablement en hausse

La meilleure transparence de l'information financière est désormais le leitmotiv de la finance mondiale et ce, depuis l'affaire Enron. L'exigence est clairement renforcée par la crise des *subprimes*.

Les marchés préfèrent aujourd'hui des nouvelles même décevantes à l'absence d'informations. On l'a vu à de nombreuses reprises depuis août 2007, lorsque certaines grandes banques ont annoncé des dépréciations d'actifs liées aux *subprimes*, et que le même jour leurs cours de bourse ont monté. La défiance dans les relations entre établissements sur le marché interbancaire ne peut être durablement dissipée que par une information fiable sur les risques de chacun. C'est dans cet esprit

que le G7 d'avril 2008 à Washington avait donné 100 jours aux banques pour révéler leurs dépréciations d'actifs et leurs éventuelles pertes liées aux *subprimes*. Une ambition louable, difficile à satisfaire pleinement non pas du fait des banques, mais parce que les dépréciations d'actifs ont continué au-delà de cette échéance de 100 jours, vu la poursuite de la crise immobilière aux États-Unis et les délais de répercussion de la crise.

Nous avons d'emblée indiqué l'hétérogénéité des différentes catégories de fonds, et les limites de recommandations qui concerneraient en bloc aussi bien les fonds d'investissement que les *hedge funds*. Quoi qu'il en soit, renforcer la transparence passe par quelques axes fondamentaux :

- l'enregistrement systématique des fonds auprès des autorités financières nationales compétentes. Pour les *hedge funds* de droit français (*on-shore*), cela se fait auprès de l'AMF, comme pour leurs homologues américains auprès de la SEC. La supervision des fonds *off-shore* rencontre par définition plus de difficultés, mais la tendance est à une attitude plus coopérative des places financières *off-shore* ;

- une transparence accrue des fonds sur leur politique d'investissement, leurs risques, leur rentabilité... Cela veut dire concrètement plus d'informations et plus souvent pour les porteurs de parts, les marchés en général. Il appartient aux autorités compétentes (AMF, SEC, FSA britannique, etc.) de renforcer les exigences à l'égard des fonds enregistrés, sans aller jusqu'à encourager indirectement par réaction le *delisting* et « l'offshorisation » des fonds ;

- un meilleur fonctionnement des agences de notation. Cet objectif dépasse le cas des fonds, puisqu'il concerne l'ensemble des opérateurs et des instruments financiers ayant vocation à être notés. Les grandes agences de *rating* ont progressivement intégré dans le champ de leurs notations les OPCVM. Mon sentiment est que, dans l'intérêt de tous, il faut qu'elles regardent plus près le couple rendement/risque des fonds avec, à la clef, des notes publiques (sollicitées ou non par les fonds eux-mêmes). Améliorer le système des agences de *rating* passe par plusieurs axes : elles doivent appliquer totalement le code de bonne conduite arrêté dans le cadre de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières), et dont il faudra renforcer le contenu ; elles doivent mieux appréhender les risques de liquidité et les risques opérationnels (au sens de Bâle 2), à côté des risques de crédit et de marché ; il leur faut échapper au maximum aux conflits d'intérêts fréquents entre les émetteurs et les agences.

La crise des *subprimes* va entraîner un certain retour vers les produits financiers simples et transparents, dans la mesure où elle a

fait apparaître certains dommages collatéraux de la complexité financière. Le phénomène devrait être d'ailleurs plus transitoire que durable, tant l'accélération et, inversement, la pause en matière d'innovation financière relèvent de mouvements cycliques (cycles généralement de moyen ou long terme) plus que de tendances irréversibles. Mais pendant cette phase inachevée aujourd'hui où le *flight to quality* et le *flight to liquidity*, alimentés par le choc financier enregistré depuis août 2007, sont accompagnés d'un processus de *flight to simplicity*, il sera (provisoirement) plus facile de satisfaire les exigences de valorisation et de transparence. À moyen long terme, le défi à relever reste entier.

Quel équilibre entre la réglementation et l'autorégulation ?

La régulation bancaire et financière peut se faire par trois voies différentes : 1) L'autorégulation, à l'initiative du marché et des opérateurs eux-mêmes ; 2) à l'autre extrémité, la réglementation formalisée dans des directives européennes, dans des textes nationaux (lois, règlements...) ; 3) entre les deux, des « codes de bonne conduite » arrêtés souvent à l'initiative des pouvoirs publics mais dont le respect est laissé au libre choix des opérateurs privés (avec quand même, dans beaucoup de cas, la pression exercée par les pairs qui peut transformer une adhésion facultative au code en une quasi-obligation de fait).

Du point de vue des politiques publiques, la question centrale est : où est-il optimal de placer le curseur entre ces trois approches, l'autorégulation, le code de conduite et la réglementation pure et dure ? Cette question est rouverte par la crise des *subprimes*, et elle se pose, en périodes de crise comme en périodes normales, à propos des fonds.

La crise des *subprimes* va engendrer une tentation de « re-réglementation » bancaire et financière. Il faudra savoir y répondre avec mesure, car l'idée générale est qu'il faut non pas plus, mais mieux de réglementation prudentielle.

Sur plusieurs sujets, les propositions d'amélioration doivent relever de l'autorégulation, donc du marché et des opérateurs. En voici deux exemples, qui ont en commun de traduire des initiatives privées visant à prendre de vitesse d'éventuelles initiatives publiques dans le cadre du G7 ou d'autres instances (Forum de stabilité financière, OICV...). D'abord, quatorze des plus gros *hedge funds* basés à Londres (dont Gartmore, Partner, Sloane Robinson...), réunis dans le Hedge Funds Working Group présidé par Andrew Large, ancien vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre, ont fait en octobre 2007 un certain nombre de propositions organisées autour de quatre thèmes : l'évaluation des actifs complexes ; la gestion des risques ; la gouvernance des fonds ; l'activisme dans les sociétés cibles. L'idée est d'inciter tous les *hedge*

funds (représentant un encours total dans le monde d'environ 2 000 milliards de dollars) à respecter des standards irréprochables en matière de transparence et de gouvernance. Un tel projet devrait rejoindre les recommandations du G7/G8, forcément modestes, compte tenu des réticences structurelles des États-Unis et de la Grande-Bretagne à encadrer l'activité des fonds comme celle des agences de notation. Nous verrons bien si l'élection présidentielle de novembre 2008 a pour effet de changer la position des États-Unis sur ce sujet, comme sur les autres thèmes de la coordination internationale dans le domaine bancaire et financier.

Une deuxième piste relevant de l'autorégulation vient de l'industrie britannique du *private equity* et du rapport Walker la concernant. Ce rapport préconise, pour l'essentiel, de l'autorégulation, plus précisément l'organisation de la transparence et du *reporting* dans le cadre de la profession. On se doute qu'une telle approche décentralisée ait pu rencontrer les faveurs de ladite industrie britannique. Mais l'écho donné au rapport Walker en dehors de la Grande-Bretagne suggère que la préférence ainsi affichée n'est pas que britannique... À côté de l'autorégulation, la régulation proprement dite qui passe ou non, selon les cas, par de la réglementation bancaire et financière généralement de nature prudentielle. Je ne crois pas à l'efficacité d'une régulation prudentielle *directe* des fonds comparable à celle applicable aux banques (Bâle 2) ou, dans quelques années, aux compagnies d'assurance (Solvency 2). Car soumettre les *hedge funds* ou les fonds d'investissement à des règles prudentielles très contraignantes conduirait seulement à un transfert de l'argent concerné vers d'autres véhicules financiers moins régulés ou totalement dérégulés, s'appelant autrement... Nous retrouvons à cette occasion la dialectique bien connue entre la réglementation et l'innovation financière, et l'idée que les meilleures intentions n'ont pas toujours l'efficacité escomptée.

Pour la régulation *directe* des fonds, je propose de s'en tenir aux axes évoqués plus haut (enregistrement obligatoire des fonds, là où cette exigence n'est pas respectée ; *reporting* plus complet et plus fréquent sur la politique d'investissement, les risques et les résultats des fonds). Il ne faut pas perdre de vue, pour autant, les perspectives offertes par la régulation *indirecte* de ces fonds, consistant à agir avant tout sur leurs contreparties (banques, assurances, entreprises industrielles...) sur les marchés. Concrètement, cela veut dire s'assurer que les exigences prudentielles imposées aux banques et autres intermédiaires financiers lorsqu'ils interviennent en bilatéral avec ces fonds sur les marchés OTC d'instruments dérivés (exemple, parmi d'autres, des dérivés de crédit) sont bien adaptées à la nature et à l'ampleur des risques encourus. Avec l'arrivée de Bâle 2, on pouvait penser que tout était au point

du côté des banques. Leur confrontation à des risques de crédit mal anticipés ou mal évalués à l'occasion de la crise des *subprimes* laisse un peu perplexe. Il faudra calmement, « à froid » dans un ou deux ans, « revisiter » le dispositif de Bâle 2 sur ce terrain-là, sans chercher à le durcir mais avec l'intention de le rendre plus pertinent. On n'empêchera pas ce petit jeu de chat et de souris entre la réglementation et l'innovation financière, qui anime la dynamique des systèmes financiers, de continuer à se dérouler : d'une certaine façon, la titrisation, les dérivés de crédit et les produits structurés, qui ont donné une tournure nouvelle à cette crise financière au départ très classique, ont été pour partie catalysés par le désir de certaines banques de contourner les nouvelles règles prudentielles. Des réglementations plus contraignantes ne feraient qu'induire des comportements de contournement. Cela confirme que le débat porte plus sur la qualité de la réglementation bancaire et financière que sur son volume.