

RENFORCER LE « *BUY-SIDE* » POUR RÉÉQUILIBRER LES MARCHÉS FINANCIERS

PIERRE BOLLON

Délégué général, Association française de la gestion financière (AFG)

La crise dite des liquidités, révélée à partir de l'été 2007 et qui s'est étendue progressivement à l'ensemble des marchés, est extrêmement grave. Elle peut – et doit – être examinée selon bien des prismes exprimés par les différentes contributions à ce numéro spécial REF/Risques. Ce bref article, quant à lui, entend se placer du point de vue des investisseurs et refléter leurs premières réflexions, peu audibles dans le débat général car trop timidement exprimées et trop rarement écoutées.

Les marchés financiers ne peuvent être efficaces et contribuer durablement au bon fonctionnement de nos économies que s'ils se rééquilibrent en permanence. Pour se situer dans un registre « schumpétérien », disons que la destruction ne peut être vraiment « créatrice » que si l'offre rencontre une demande jouant – et à même de jouer – son rôle incitateur, mais aussi correcteur, de *buy-side*. Pour sa part, l'industrie de la gestion (*asset managers*) est convaincue que l'une des principales leçons de la crise actuelle ¹ est qu'elle doit renforcer très fortement, pour le compte et aux côtés des investisseurs finaux (*asset owners*), son action en ce sens.

Pour bien fonctionner, les marchés doivent en effet s'appuyer, en contrepois du *sell-side* et du dynamisme des concepteurs et des vendeurs d'actifs financiers, en l'espèce titrisés et/ou structurés, sur la gestion innovante et active d'une épargne de plus long terme.

Caveat emptor : la crise boursière de la fin des années quatre-vingt-dix avait montré que les investisseurs devraient se mobiliser davantage pour s'assurer que la valeur des actions qu'ils achètent ou détiennent soit renforcée – et les risques réduits – par ce qu'il est

convenu d'appeler un meilleur « gouvernement d'entreprise » ². La crise actuelle est, c'est entendu, beaucoup plus inquiétante que la précédente parce qu'elle paralyse le cœur même notre système financier tel qu'il a été refaçonné au cours des vingt-cinq dernières années par le mouvement de désintermédiation. Mais le parallèle peut tout de même être légitimement fait à nos yeux. En effet, un titre dot.com, surévalué parce que les comptes ont été boostés par son management avec parfois la complicité au moins passive de commissaires aux comptes, est-il si différent d'un produit de titrisation de crédits aux risques sous-jacents importants mais cachés par le sésame d'un triple A ?

Mieux encadrer le *sell-side*

On aurait mauvaise grâce de ne pas relever que, si le pire a jusqu'ici été évité, c'est parce que les banques centrales ont su, *no lens volens*, se résoudre à recourir à des modes d'intervention non académiques, démentant

in extremis en Europe la réputation de dogmatisme que la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BOE, Bank of England) s'étaient forgée, et corrigeant aux États-Unis les effets d'une politique au contraire trop laxiste. Mais il ne s'agit au fond que de transfusions visant à éviter la mort par asphyxie, ou par thrombose, pas d'une véritable thérapeutique.

Pour que la confiance revienne, permettant à la circulation sanguine du crédit d'irriguer à nouveau le système, la réglementation financière doit changer pour devenir systématique et globale. La clarté doit être faite sur les pertes, c'est entendu, mais les acteurs doivent aussi être raisonnablement convaincus que l'origination et la diffusion systématique de risques certains ne sont plus possibles.

Il faut, en d'autres termes, que soient comblés les « trous noirs » de la réglementation qui ont permis l'arrivée du « cygne noir » que nous subissons aujourd'hui. Cela impliquera, entre autres, une réglementation aux États-Unis de l'ensemble des institutions qui accordent des crédits mais aussi des banques d'investissement³. Cela nécessitera aussi à l'évidence une rationalisation – le plan Paulson va d'ailleurs dans ce sens – des autorités de contrôle américaines et une véritable et durable coordination au niveau mondial, dont l'Europe serait d'ailleurs bien inspirée de donner l'exemple.

Mieux informer le *buy-side*

Pour que les investisseurs puissent exercer leur pouvoir de « police de marché », il faut qu'ils disposent des informations leur permettant de procéder à une véritable analyse du couple rendement/risque des actifs dans lesquels ils investissent. Force est de reconnaître que tel n'est pas suffisamment le cas aujourd'hui.

La crise précédente avait, entre autres, montré les défaillances de l'analyse financière *sell-side* fournie par les *brokers* et conduit à sa réforme⁴. Elle avait aussi entraîné une profonde modification des conditions

d'établissement des comptes des entreprises et de la réglementation de l'audit que symbolise Sarbanes-Oxley.

C'est à une action d'une ampleur semblable qu'il faut aujourd'hui nous atteler, en rendant notamment les risques sous-jacents plus « traçables » et contrôlables et en encadrant mieux les agences de notation⁵. Il faut aussi, à l'évidence, que les « originateurs » de produits de marché ne se contentent pas d'en être les distributeurs (modèle dit *originate to distribute*) mais que l'on soit à même d'apprécier les engagements de chacun en matière d'animation du marché secondaire. La liquidité a un prix, la période d'euphorie financière l'avait fait oublier.

Renforcer et mobiliser le *buy-side*

Encore faut-il, pour que cette mini-révolution copernicienne puisse voir le jour, qu'existe un véritable *buy-side* apte à exprimer et à faire prévaloir les intérêts des investisseurs. L'évolution en ce domaine n'étant malheureusement pas totalement encourageante, tout doit être fait pour l'enrayer ou pour en compenser – et même idéalement surcompenser – les effets négatifs.

On constate, en effet, un affaiblissement relatif des capteurs d'épargne longue que sont les fonds de pension « à l'ancienne » (de type « *defined benefits* ») sans que l'on assiste suffisamment à une montée en puissance des mécanismes de préfinancement de la retraite, et des autres risques de l'existence, reposant sur des mécanismes d'épargne longue et/ou d'assurance⁶. Ces acteurs sont, de plus, soumis à des réglementations dont l'objet théorique est de les forcer à maîtriser leurs risques à l'actif et qui, en pratique, les empêchent de mettre en œuvre une véritable politique stabilisante de placements longs. Cette situation est d'autant plus grave que les réformes en cours, du projet de directive Solvabilité II à l'imposition des normes comptables privilégiant le *mark to market*, ne pourraient, si elles devaient être mises en application sans modifications substantielles,

que développer les forces court-termistes et procycliques à l'œuvre aujourd'hui. Il est encore pourtant temps de réagir en traquant les incitations au court terme et en favorisant l'épargne longue. Aux investisseurs, ainsi confortés et renforcés, de se constituer en véritable contre-pouvoir en se faisant entendre sur les sujets structurels comme celui des normes comptables, ainsi qu'ils ont d'ailleurs commencé à le faire ⁷.

Pour une finance durablement innovante

Reconnue internationalement pour la solidité, la qualité et la diversité de ses acteurs, ainsi que son implication pour la « finance durable ⁸ », l'industrie française de la gestion croit fermement que la crise – dont elle et ses clients subissent fortement l'impact – ne conduit pas à remettre en cause l'utilité de l'innovation financière. Bien au contraire, la crise lui semble renforcer la pertinence d'un modèle fondé sur un bon équilibre entre innovation et régulation. Un exemple concret, et essentiel, a été fourni par l'acclimatation réussie en droit français de la gestion dite « alternative ». L'industrie, le législateur et le régulateur ont su sortir par le haut du dilemme classique innovation *versus* réglementation en permettant la création de fonds à règles d'investissement allégées (fonds dits Arias ou contractuels) en contrepartie de l'obligation, pour les gérants, de disposer de compétences nécessaires à cette gestion innovante.

Conclusion

Où, par-delà les crises – et celle-ci est particulièrement grave –, l'industrie financière continuera à financer l'économie et à faire fructifier l'épargne. Pour cela, il faut que les investisseurs exercent, et puissent exercer, pleinement leur rôle équilibrant dans des marchés aujourd'hui surdéterminés par l'offre et biaisés par des réglementations qui sont insuffisamment globales

et, même si elles s'en défendent, à bien des égards court-termistes et procycliques.

Notes

1. Pour les leçons importantes à tirer en matière de gestion monétaire, cf. l'article de Jean-François Boulier et Carlos Pardo, « Les fonds monétaires dans la crise », publié dans ce numéro conjoint REF/Risques.

2. L'industrie française de la gestion s'est fortement mobilisée en ce sens sous l'impulsion de la Commission gouvernementale d'entreprise de l'AFG ; cf. en particulier les articles de l'auteur : « Bien gérer, c'est aussi bien voter » (REF, n° 63, 2001) et « Il est encore loin le chemin... » (Risques, n° 56, décembre, 2003).

3. Le mythe selon lequel la réglementation ne doit s'appliquer qu'aux marchés « retail », et non aux marchés professionnels, a vécu : une grave crise sur les marchés B to B a inévitablement un impact concret sur les épargnants et un impact systémique sur l'ensemble de l'économie.

4. Cf. notamment en France le rapport du groupe de travail AMF (Autorité des marchés financiers) présidé par Jean de Demandolx Dedons.

5. Tout en prenant garde à ne pas, ce faisant, leur conférer encore plus de pouvoir qu'aujourd'hui, ce qui serait probablement contre-productif. Cf. l'article d'Olivier Garnier dans ce même numéro.

6. De type Pere/Perp ou Perco, en France, dont la croissance – bien que forte – est loin encore d'avoir l'ampleur suffisante pour couvrir les besoins des particuliers et pour influencer significativement sur le fonctionnement des marchés financiers. Cf. notamment à cet égard l'article d'Alain Leclair : « De la prestation définie à la cotisation définie : un nouveau défi pour la gestion d'actifs », paru dans le n° 79 de la REF.

7. Cf. à cet égard les recueils d'opinion sur les normes comptables réalisés par l'AFG et la FFSA (Fédération française des sociétés d'assurances) : « Points de vue des investisseurs sur l'adoption des normes IFRS » (janvier 2005) et « Points de vue des investisseurs sur la mise en œuvre des normes IFRS (décembre 2007).

8. Dont témoigne notamment le dynamisme de l'investissement socialement responsable. Cf. le n° 85 de la REF.

