

# QUELLE FINANCE APRÈS LES *SUBPRIMES* ?

JEAN-PAUL BETBÈZE \*

**A**près l'amour, l'horreur ; après la sophistication exacerbée, le charme retrouvé de la simplicité : la finance ne connaît pas le centre ! Après des mois où il ne s'agissait que d'innovations, que de prises de risques dans des enceintes spécialisées, aussi renommées que fermées, voici venu les temps du doute, de l'inquiétude, voire du désinvestissement. Pour autant, il ne faut surtout pas tout arrêter, sur-surveiller, ou revenir vers la finance la plus classique. Pour autant, il faut quand même continuer à financer à crédit et donc prendre des risques.

245

La finance obéit en effet à une seule logique : donner plus de moyens pour agir, embaucher, investir, que la seule base d'autofinancement. Elle combine des risques réels, ceux d'investir et de proposer des biens et des services, et ceux de la finance, les conditions de valorisation et de rentabilisation des actifs mis en jeu. Ces derniers peuvent prendre trois itinéraires : interne d'abord, « externe privé » et « externe public ».

Pour les entrepreneurs pris dans leur ensemble, ce qu'ils entendent faire dépasse évidemment les moyens dont ils disposent, et c'est heureux. C'est même la capacité à trouver des ressources externes importantes (et croissantes) qui permet d'aller plus vite, plus gros, ailleurs. C'est l'idée que l'on va utiliser davantage de moyens qui fait qu'on les atteint. « L'argent va à l'argent » dit la sagesse financière : c'est celle qui (se) dit que l'argent qui a déjà réussi a plus de chance de poursuivre dans la voie du succès. La richesse obtenue

---

\* Chef économiste du Crédit agricole.

est plutôt, en effet, signe des bons choix antérieurs. Elle montre l'expertise passée et donne une incitation à poursuivre, en fonction d'un bon rapport anticipé entre risque et rentabilité. Pour autant, on le sait, cette dynamique n'est jamais univoque : d'un côté, il y a des innovateurs et des innovations qui rompent la linéarité des *success stories* ; de l'autre, le succès passé ne garantit pas toujours celui à venir, soit que l'erreur entre par la porte, à moins que ce ne soit la démesure.

### LE COUPLE

Pour financer sa croissance, le plus sûr et le plus simple est d'en obtenir soi-même les moyens, par le profit réinvesti. L'autofinancement prouve la qualité des choix antérieurs, son réinvestissement l'engagement du responsable de l'entreprise. Mais ceci ne suffit pas. D'autres ressources doivent venir, obéissant à des codes d'information privés ou publics. Le code privé est celui où l'information s'échange seulement entre les acteurs qui participent à l'opération de financement. C'est le crédit bancaire, l'achat de titres non cotés, l'apport d'actifs venant de sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne. C'est la PME non cotée, le *hedge fund*, le *private equity*. Le code public est celui où l'information est ouverte à tous, qu'on veuille ou non acheter des titres de propriété ou des titres de dette. C'est le domaine visible des marchés financiers qui font un appel public à l'épargne, codifié et surveillé.

246

#### *Les conditions du contrat*

Par définition, la base de la relation est celle où un agent demandeur de financement fait face à un autre, offreur de financement. C'est donc un contrat entre, d'un côté, celui qui a besoin de ressources (et qui est donc offreur d'informations et de garanties) et, d'un autre côté, celui qui a besoin que ses propres ressources soient employées de manière rentable (et qui est donc demandeur d'informations et de garanties). L'asymétrie d'information est au cœur de cette relation, avec divers protocoles pour l'encadrer et la réduire, protocoles juridiques, économiques ou financiers... On comprend aussi que les conditions de vérification et de contrôle, de sanction, aillent de conserve avec les volumes traités, les possibles effets externes, le *trend* des innovations, la puissance des parties prenantes et l'allure même de la conjoncture. On comprend enfin que les informations qui vont s'échanger vont dépendre de la nature, privée ou publique, du contrat informationnel, mais à partir d'une base commune : la liquidité.

*Une base commune, la nature contradictoire de la liquidité*

La liquidité est un concept relatif : c'est le temps nécessaire pour trouver un acheteur sans constater de perte significative pour son actif. Un marché est donc financièrement liquide s'il est profond. On comprend ainsi que, quand les choses se passent bien, quand les esprits (et les anticipations) sont bien orientés, les produits financiers s'échangent sans problème. L'ensemble créé par les règles de formation des produits et des prix fonctionne : le marché est dit « liquide ». Mais si les conditions de formation des prix, c'est-à-dire les idées, se mettent à changer, alors le système dans son ensemble se grippe. Les prix des produits deviennent difficiles à apprécier, par manque de contrepartie. Ce qui était simple l'est moins, et de moins en moins. Et plus longtemps dure le retour à un processus normal de coordination, plus important est le risque de baisse de prix des actifs financiers, plus rare et chère est la liquidité.

Car, plus encore, la liquidité est un concept contradictoire, puisqu'on cherche toujours à l'atteindre en quantité supérieure, c'est le profit, mais par le seul moyen de son renoncement. Aimer seulement la liquidité, c'est refuser le risque, donc ne pas la voir croître à grande vitesse. Aimer « vraiment » la liquidité, c'est accepter de s'en éloigner, mais sous la condition expresse que le retour soit possible, avec accroissement, prix du renoncement. Le couple rentabilité/risque est donc celui de la combinaison conditions du retour à la liquidité / accroissement de la liquidité.

247

*Le caché et le crédit, deux moteurs de la dynamique financière*

Mais financer quelque chose, c'est surtout financer quelqu'un. C'est toujours une rencontre avec « l'autre » : l'asymétrie d'information résume ce rapport à l'altérité, puisqu'il est difficile d'être à la fois, et pleinement, actionnaire et pleinement prêteur, et salarié et actionnaire, et client et actionnaire... bref et dedans et dehors, l'un et l'autre. Par construction, ce qui se passe dedans échappe en partie à ceux qui sont dehors - et la question est celle de la taille, quantitative et qualitative, de cette « partie ». Le client sera toujours inquiet, mais plus ou moins, de la qualité du produit qu'il achète. L'actionnaire se demande toujours si son argent est bien employé, si les salariés et les managers font bien le maximum pour lui, mais plus ou moins. Le banquier se demande si l'argent qu'il a avancé sera bien utilisé ou, pire, s'il n'induera pas des comportements plus risqués chez son emprunteur. Bien sûr, ce sera « plus ou moins », là encore.

Ce « plus ou moins » caché avance sous deux formes : celle de l'action, quand on ne sait pas qui fait quoi et surtout qui fera quoi ; celle

de l'information, quand on ne sait pas qui est réellement qui, quoi est réellement quoi. Et, en même temps, le crédit accentue les possibilités des agents économiques, avec ce fameux effet de levier qui dit bien son nom. Levier de l'action donc, donc levier de l'action du caché ! Autrement dit, on ignore toujours, plus ou moins qui fait quoi, et on lui donne plus de moyens pour le faire ! Cette dynamique est particulièrement nette dans les domaines de l'information privée. Le *hedge fund* et le *private equity* captent des ressources selon des codes de collecte et d'évaluation qui ne sont pas ceux des marchés financiers en termes d'évaluation (*mark to market*) et de liquidité. Leurs prix se font en fonction de barèmes d'échanges internes à certaines grandes banques qui se trouvent ensuite extrapolés, ou bien obéissent à des logiques de formalisation (*mark to model*).

On le comprend, ces problèmes d'information, de risque et de validation sont d'autant plus importants que l'effet de levier est élevé. C'est bien ce qui se passe avec les innovations financières, dont la conséquence est toujours la même : collecter plus de ressources et distendre l'asymétrie d'information, et donc étendre le domaine du caché. Selon des modalités multiples, le demandeur de ressources va chercher à offrir moins de garanties et d'informations pour une rémunération donnée, sinon décroissante, du prêteur. Les produits vont en même temps devenir de plus en plus complexes, les garanties directes plus réduites, les recours plus ténus, la traçabilité des opérations va se perdre. Et pourtant, personne ne va trop s'inquiéter... puisque la liquidité est là. La dette d'un État ou d'une entreprise devient de plus en plus importante, au moment où les modalités pour l'évaluer et la suivre se font plus fragiles. Et la rémunération du risque baisse...

### *LA CRISE, FIN TEMPORAIRE DE LA DYNAMIQUE FINANCIÈRE*

On peut trouver cette logique étrange, sinon contradictoire, puisque l'affaire commence et se développe toujours ainsi, pour toujours finir de la même manière. Vient un moment, en effet, où le taux de l'intérêt ne couvre plus le coût du risque anticipé, ou plus exactement, ré-anticipé, réévalué. On trouvera toujours de bonnes raisons à cette dynamique : la formation de conceptions partagées *ex ante* (où la rationalité des décisions est bien sûr toujours présente, les garanties valides, les assurances données bonnes, venant des emprunteurs, des agences de notation, des banques fournissant la liquidité en cas de difficulté...), la concurrence exacerbée des prêteurs, l'innovation sans trêve des marchés, l'écart croissant entre innovateurs et régulateurs,

par différence avec ce qui va se passer ensuite. On pourra toujours dire que le marché est excessif, myope... ce que l'on voudra, mais il fonctionne en temps réel : ces défauts en sont même la conséquence. À l'inverse, les systèmes de financement à mode interne d'information peuvent sembler plus stables, ils risquent de s'éloigner plus du réel. Le marché crée des bulles, avec des corrections, mais au moins l'excès s'y corrige. Les bulles du hors marché ne peuvent se corriger que dans le marché, avec un double effet négatif - sur le hors marché d'abord, qui va s'ajuster très fortement, sur le marché ensuite, qui va devoir absorber le choc.

*Les logiques générales de frein : moins de levier et plus de contrôles pour les hedge funds et le private equity*

Pour éviter, à tout le moins atténuer ces logiques, il faut réduire l'espace de l'asymétrie et/ou celui du crédit. Réduire l'espace de l'asymétrie, c'est mélanger les rôles : le salarié devient actionnaire, le manager reçoit des stock-options, le client peut se voir proposer des titres... C'est aussi surveiller les situations de conflit d'intérêt, où un acteur ne joue pas le rôle qu'on attend de lui. On attend qu'il conseille, pas qu'il place du papier à tout prix, son bonus (bien) compris. La justice va veiller et punir, mais évidemment après, après que la confiance aura été affectée. Réduire les possibilités du crédit, c'est surveiller l'acte de crédit lui-même, en limiter les taux ou les conditions, encadrer les excès à la hausse ou les départs précipités.

249

Tout ceci mêle deux domaines : le droit, qui sera essentiellement externe à la firme et agira nécessairement après coup, les règles, qui interviendront en amont et en interne. La logique *ex post* devra ainsi, de plus en plus, être complétée par des mesures *ex ante*. C'est le domaine, essentiel et croissant, de la gouvernance et de la transparence.

*Les logiques internes de frein : l'intériorisation des normes pour les hedge funds et le private equity*

Des codes de conduite vont se développer, avec des engagements de plus en plus clairs des différents acteurs. Des corps internes aux entreprises (inspections, déontologie, gestion des risques) vont édicter des codes et en suivre l'application. Les responsables de la *compliance* vont s'assurer que les pressions externes qui poussent à la rentabilité sont maîtrisées, que les pressions internes qui poussent aux rémunérations hors salaires sont contrôlées. La loi Sarbanes-Oxley, en vigueur aux États-Unis, définit des obligations favorisant la transparence et l'exactitude des comptes. Elle concerne les très grandes entreprises cotées aux États-Unis, mais de proche en proche son impact s'étend aux entreprises qui se trouvent en contact avec les grands

groupes. En France, la loi de sécurité financière (1<sup>er</sup> août 2003) a été votée dans le but d'accroître la confiance des marchés et des épargnants dans le *reporting* financier.

Ces réformes ne concernent pas seulement l'exactitude et la transparence des comptes. Elles conduisent aussi à des changements de fonctionnement des organes de management et des comités d'audit de l'information financière. La loi Sarbanes-Oxley accroît le rôle et la responsabilité du management : le CEO et le CFO doivent certifier les déclarations sur les procédures de contrôle interne. Chaque année, le management et les commissaires aux comptes doivent évaluer les modes de contrôle interne de *reporting* financier.

Plus le temps passe, plus cette logique pénètre les comportements. Plus le temps passe, plus on comprend que le dirigeant qui s'engage sur des données qu'il ne peut toutes connaître engage en fait une chaîne implicite de responsabilités. Avant d'agir ou de prendre des décisions, les décideurs s'interrogent ainsi sur la situation juridique dans laquelle ils se trouvent, sur l'étendue des informations qu'ils ont données ou des conseils qu'ils ont prodigués. Ceci n'est pas seulement un surcoût et une lenteur nouvelle - c'est vrai, une logique jésuite, c'est toujours un risque, mais c'est aussi une autre façon de se conduire. À tous les niveaux de la hiérarchie. Cette logique est très présente dans les banques, donc en proximité immédiate des marchés financiers. Le problème est de la faire gagner les entités financières qui ne sont pas directement liées à eux. Il faut donc que la logique externe de traitement de l'information gagne les entités à régulation interne. Pour autant, l'externe n'est pas toujours sans défaut !

250

*Les logiques externes de frein :  
la transparence dans les marchés financiers*

Chaque fois que tremble la planète finance, les acteurs en demandent une image plus nette encore que par temps calme. Ils veulent savoir ce qu'a fait tel ou tel, combien vaut tel produit financier. On les comprend, mais le moment est le plus mal choisi. En effet, c'est « avant » qu'il faut se poser ce type de questions, et c'est toujours « après » qu'on les soulève. Ce qu'ont fait les différents acteurs est toujours complexe, car il y a toujours eu une série d'échanges, de changements de conditionnement des produits, avec des contrats nouveaux. La logique aller est celle du mouvement même de l'économie et plus encore de la finance. La logique retour consiste à vouloir faire rentrer la pâte dentifrice dans son tube. Car ce que valent les produits dépend, à la fois, des produits et plus encore des conditions de marché.

### LES LIMITES DU JEU DE LA TRANSPARENCE

On trouvera toujours des limites à ce jeu. Certains, moins « averses » aux risques, en prendront plus, par exemple juridiques. D'autres, plus astucieux, exploiteront des contradictions ou des trous de la législation, jusqu'à ce qu'elles soient résolues ou bouchés. D'autres diront que le système est si sûr qu'ils peuvent en profiter davantage en jouant les règles, mais plus vite et plus gros encore. Ce qui se passe avec le *subprime* est ainsi, à partir certes d'une base fragile de crédits risqués, le montage d'opérations toujours plus complexes, toujours plus garanties et dûment notées par des agences. C'est l'excès de processus assurantiel qui mène à des comportements plus risqués. C'est l'excès de produits dits assurés qui en détruit la qualité. Mais comment rendre compte de ces phénomènes ? Plus les règles sont claires, plus certains vont s'enhardir. Plus de produits sont labellisés AAA, plus ils affaiblissent leur certification... plus tard. La quantité de la qualité réduit la qualité, en quantité !

La transparence est toujours individuelle, au cas par cas, fonction de procédures générales, peut-être aussi de morale. Mais que deviennent l'extension ou l'amplification de comportements dits transparents ? La transparence conduit certes à dire ce qui se passe, mais avec quels biais, quels risques, jusqu'où ? Vaut-il mieux un administrateur indépendant, peu intéressé à l'affaire et même très compétent, ou celui qui y joue une part de son capital humain et financier, même moins compétent ? Faut-il « tout » dire, c'est-à-dire ce qu'on a à l'esprit, à l'instant présent, aux parties prenantes ? « Trop peu » dire peut les conduire à mal réagir après coup : ils ont été tenus dans l'ignorance. Mais « trop » dire peut mener à des comportements erronés face à des différences de situation : les voilà initiés sans pouvoir en profiter. Peut-on diriger et être « indépendant » ? L'entreprise doit organiser un code d'expression de ses choix et de ses stratégies. Si elle est totalement transparente, elle n'a plus de raison d'être, d'avantage spécifique, car elle n'a plus, en réalité, de stratégie. Elle disparaît devant ses concurrents moins transparents, en tout cas moins naïvement transparents.

Les techniques comptables qui entendent mesurer au plus près des activités et des marchés n'éclairent-elles pas désormais d'un jour trop cru ce qui se passe ? Souvent, des activités, longtemps perdantes et abritées, sont devenues gagnantes après quelque temps. La transparence ne va-t-elle pas renforcer « le court terme » et la « dictature des marchés » ? Et comment mesurer, quand le marché n'est pas stabilisé ou se dérobe ? On sait que les produits financiers peuvent se calculer quand ils sont régulés, mais moins bien quand ils sont OTC (*Over The Counter*). Quand ils sont régulés, des appels de marge freinent

les excès, pas dans l'autre cas. La transparence est possible dans les deux marchés si la liquidité est présente, pas si elle est absente pour les OTC. La transparence se trouve dépendante des conditions du milieu économique, financier, mais aussi social. Elle est relative, alors qu'elle se veut absolue. C'est son désir d'absolu qui en fait le risque, avec à la clef des risques de surcoût, de judiciarisation, plus généralement d'instabilité.

Il faut donc admettre que la transparence change et, pourquoi pas, progresse, avec la capacité des agents économiques de jouer plusieurs rôles. Les voilà salariés / clients / actionnaires / prêteurs. Elle avance avec les progrès de la finance, de la comptabilité et du droit. Il faut évidemment reconnaître qu'elle est un mieux, non seulement par rapport aux abus, mais encore par rapport aux attitudes prudentielles qu'elle suscite de la part des acteurs individuels. On ne peut oublier ses limites intrinsèques : elle ne peut réunir les acteurs en un seul, ni faire disparaître les asymétries de situation et de perception. On ne peut omettre ses limites extrinsèques, en faisant croire que « le transparent » permet plus, tout comme le fait « le caché » ! En réalité, la transparence ne s'inscrit pas dans l'espace, mais dans la durée. Elle permet une série de jeux répétés qui forment les pratiques, les codes, les attitudes et les crédibilités. Mais sans oublier jamais que tout ceci reste fragile : il faut toujours être transparent... sur les limites de la transparence.

252

### LES BASES DU JEU SIAMOIS

Nous vivons un monde complexe, contradictoire, où l'information est dite reine, mais une reine multiple et multiforme. Les marchés financiers offrent peut-être un miroir, mais déformant. *Hedge funds* et *private equity* permettent de s'en éloigner, mais ils fonctionnent derrière une glace sans tain, sans qu'on soit sûr de tout voir d'un côté, sans que l'action de l'autre côté soit entièrement sous contrôle... puisqu'elle n'est pas entièrement vue. Et que se passera-t-il s'il faut briser la glace rapidement ? Pire ! Au fond, il faut que les deux logiques fonctionnent ensemble, pour que l'on sache les limites de chacune. On peut toujours rêver qu'elles se combinent. Elles ne font en réalité qu'accroître nos possibilités de croissance et requièrent de notre part moins de crédulité et plus de vigilance, tout en restant différentes. Le jeu siamois est celui où il faut des yeux de chat !