

RENFORCER LA RÉSILIENCE DES MARCHÉS ET DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

MICHEL PRADA

Président, Autorité des marchés financiers (AMF)

JEAN-PAUL REDOUIN

Sous-gouverneur, Banque de France

La crise des « subprimes » s'inscrit dans un contexte de croissance exceptionnelle du marché des instruments de transfert de risque de crédit – depuis le début des années 2000 – stimulé par une forte demande des investisseurs institutionnels en quête de rendements plus élevés, dans un contexte de faible taux d'intérêt, et une volonté des banques d'optimiser la gestion de leurs fonds propres. Les statistiques fournies par l'European Securitisation Forum témoignent de ce dynamisme : les émissions de véhicules de titrisation se sont ainsi élevées en Europe, en 2007, à près de 500 milliards d'euros (contre 481 milliards en 2006 et 327 milliards en 2005). Dans un premier temps constitué par des instruments traditionnels de type ABS (asset backed securities), le marché des instruments de transfert de risque de crédit s'est rapidement enrichi par la création d'instruments dérivés et, plus récemment, par l'introduction de produits de financement structurés complexes, à l'image des CDO (collateralized debt obligations). Dès l'automne 2007, l'ensemble des régulateurs financiers s'est mobilisé sous l'égide du Forum de la stabilité financière (FSF) afin d'analyser la crise, de proposer les actions de court et moyen terme propres à y porter remède et à en prévenir le renouvellement, et d'organiser l'action concertée des instances gouvernementales et de régulation sous l'égide du G7. Prenant en compte ces évolutions, la Banque de France et l'AMF ont activement participé aux réflexions du FSF. La présente contribution résume leurs propositions de réponse à la crise.

Au sein d'un environnement financier complexe, la crise actuelle des « subprimes » constitue une parfaite illustration des relations d'interdépendance entre tous les acteurs. Elle trouve son origine dans l'endettement massif de ménages américains, mis en difficulté par la remontée des taux d'intérêt. Des établissements

financiers, pour l'essentiel non régulés, ont en effet consenti des crédits à l'habitat présentant un risque élevé. Cette crise s'est propagée par le mécanisme de titrisation et a affecté des produits structurés classiques – de type ABS – et complexes – de type CDO. Elle a enfin affecté la liquidité des marchés, y compris celle du marché interbancaire. Parmi les

facteurs de contagion, les ventes forcées de certains fonds de gestion alternative, pour répondre aux appels de marge de leurs *prime brokers*, et la mise en jeu des garanties et lignes de liquidités octroyées par les établissements aux conduits et véhicules de titrisation ont été déterminantes. L'une des caractéristiques de cette crise tient au fait que les banques ont supposé sortir la grande majorité des risques de leurs bilans, *via* la titrisation, mais ont en réalité conservé une bonne partie de ceux-ci, soit à travers des mécanismes juridiques de garantie des véhicules, soit par la détention des tranches les plus *seniors* de ces véhicules, soit enfin pour des raisons tenant à leur risque de réputation devant les difficultés affectant des produits qu'elles avaient contribué à « arranger » et à commercialiser, et ce, dans des proportions souvent importantes.

Parmi les propositions de réponse à la crise, quatre axes se dégagent :

- améliorer la transparence du marché ;
- améliorer les méthodes de gestion des risques et des conflits d'intérêts ;
- revoir et harmoniser les principes comptables et les méthodes de valorisation ;
- renforcer la coopération internationale.

Améliorer la transparence du marché

La transparence accrue du marché du crédit dans ses composantes primaire et secondaire, la diffusion par les agences de notation d'une information plus appropriée sur les produits financiers complexes, ainsi que la sécurisation des systèmes d'échange de titres – ou de contrats – aux plans technique et juridique sont nécessaires pour permettre aux investisseurs de mieux fonder à l'avenir leurs décisions d'investissement.

■ La définition d'informations génériques concernant le produit

Les acteurs du marché, en lien avec les régulateurs,

doivent définir un contenu harmonisé d'informations génériques pour l'investisseur lors de l'émission et durant la vie du produit.

Sur le marché primaire, la documentation délivrée sur les véhicules d'émission les plus largement ouverts aux gérants collectifs de fonds monétaires, au travers d'instruments à court terme de type ABCP (*asset-backed commercial paper*), s'est avérée insuffisamment détaillée ou pédagogique pour permettre aux investisseurs d'analyser la qualité des sous-jacents et d'appréhender leur comportement en cas de retournement des marchés. Il est donc nécessaire de soutenir et de développer les initiatives déjà prises par les acteurs de marché pour créer des modèles de documentation qui contiendraient les descriptions précises des termes et conditions des titres émis, les situations dans lesquelles la banque arrangeuse pourrait – ou non – apporter de la liquidité au produit, et les informations détaillées sur les actifs détenus en portefeuille, régulièrement mises à jour au cours de la vie des produits.

■ La garantie d'une bonne fin des opérations en toutes circonstances

La robustesse des systèmes de négociation et de post-marché doit être accrue afin de garantir la bonne fin des opérations en toutes circonstances et mieux informer les participants sur les prix et les volumes échangés, ainsi que sur les détenteurs finaux du risque.

Les transactions secondaires sur les instruments de transfert de crédit se font en dehors des bourses organisées, rendant difficile l'appréciation de la profondeur et de la liquidité réelles du marché. Les prix et les volumes des transactions exécutées ne sont portés à la connaissance du marché que sur certains segments très limités ou par le biais d'indices. Ces systèmes de négociation posent, en outre, des problèmes au plan opérationnel, en l'absence d'infrastructures mutualisées de compensation et de règlement/livraison des instruments.

Les opérateurs et les régulateurs doivent mener une action commune pour apporter des solutions pratiques à l'opacité actuelle, portant sur les flux

d'investissement, les conditions de découverte des prix des transactions et la situation réelle du marché en termes de répartition des risques entre acteurs.

■ Des informations complètes sur les paramètres de la notation

Les agences de notation doivent donner une information complète sur les paramètres qui sous-tendent les notes individuelles et, également, différencier la notation spécifique aux produits structurés de la notation communément acceptée pour la dette des entités juridiques existantes (sociétés, municipalités, États souverains, etc.).

L'activité des agences de notation en matière de produits structurés a soulevé la question de la pertinence des méthodes utilisées et de la transparence des notes délivrées. Traditionnellement, les opinions données par les agences de notation évaluent la capacité d'un émetteur à remplir ses obligations contractuelles, *i. e.* le paiement des intérêts et le remboursement du principal, en temps et en heure. Dans le cas des produits structurés, l'exercice ne consiste cependant pas uniquement à évaluer le risque de défaut des actifs sous-jacents, mais repose également sur des modèles de calcul des corrélations entre ces différents éléments. Un changement de méthodologie peut, en conséquence, impliquer une dégradation brutale de la note en catégorie spéculative ou *non investment grade*, indépendamment de toute évolution des actifs sous-jacents. À cet égard, les évolutions méthodologiques par les agences ont été, pour une part importante, à l'origine de la vague massive de dégradation des notes de véhicules de financement structuré lors de l'été 2007.

Les notations des agences fournissent, en outre, une opinion sur le risque moyen de l'instrument. Pour autant, les produits structurés, bien plus que les dettes *corporate* traditionnelles, peuvent être soumis à une volatilité importante en raison de risques significatifs de perte extrême liés à la structure optionnelle du produit. Dès lors, l'utilisation d'une même et unique échelle de notation pour les deux types d'instruments peut apparaître trompeuse pour les investisseurs.

C'est pourquoi les régulateurs considèrent que les agences doivent différencier la notation spécifique aux produits structurés des notations obligataires classiques en les assortissant de paramètres qui permettent de mieux apprécier les risques liés aux actifs sous-jacents, leur corrélation, ainsi que les incertitudes potentielles en termes de volatilité de la note.

■ Une meilleure information des investisseurs sur l'exposition aux risques

Les régulateurs doivent favoriser une meilleure information des investisseurs sur l'exposition aux risques et réduire, notamment dans les cas de LBO (*leverage buying out*), l'asymétrie d'information entre les arrangeurs, les actionnaires et les créanciers.

Le développement des LBO, entre 2005 et 2007, a conduit les banques d'investissement à redistribuer les crédits accordés dans le cadre de ces opérations, en particulier à travers des CLO (*collateralised loans obligations*). Il en résulte une dispersion de la dette relative aux opérations de LBO, tant chez les investisseurs traditionnels que dans les *hedge funds*. La crise est susceptible d'affecter ces opérations de restructuration et de conduire à des faillites. La question de l'asymétrie d'information sur ces opérations se pose, notamment, au regard de l'information disponible pour les détenteurs finaux de la dette par rapport aux établissements qui l'ont émise, et des stratégies d'arbitrage qui pourraient en découler.

Améliorer les méthodes de gestion des risques et des conflits d'intérêts

Cette deuxième série de propositions a pour but de garantir l'adoption de pratiques plus fiables par les différents acteurs en charge de l'appréciation des risques et de la préservation des intérêts des investisseurs tout au long du processus de titrisation.

■ La responsabilisation des acteurs de la titrisation

La responsabilité des acteurs de la chaîne de titrisation doit être renforcée au regard de la qualité des crédits structurés. Les acteurs du processus de titrisation doivent apporter autant de soin à l'évaluation des crédits destinés à être redistribués par le biais de la titrisation que lorsqu'ils les conservent eux-mêmes à leur bilan. Les procédures de contrôle interne et les modalités de rémunération des différents intervenants devront donc être revues de façon à instaurer les systèmes incitatifs et les garde-fous nécessaires à la bonne appréciation des risques tout au long de la chaîne.

En outre, au niveau individuel, le système actuel de rémunération et de bonus, dépendant étroitement de la performance à court terme, ne favorise pas une stratégie prudente de prise de risque. Il serait souhaitable que l'évolution des rémunérations variables individuelles fasse l'objet d'un suivi afin de détecter les situations anormales – ou qui ne seraient pas cohérentes – au regard de la stratégie de maîtrise des risques de l'établissement financier.

■ L'évaluation des conflits d'intérêts

Les conflits d'intérêts potentiels entre les acteurs de la titrisation doivent être mieux évalués.

Le processus de titrisation a eu pour conséquence de séparer les différentes fonctions liées à l'octroi de crédits et de les répartir entre de multiples intervenants tout au long d'une chaîne où l'établissement qui octroie le prêt primaire transfère immédiatement le risque à d'autres acteurs, jusqu'à l'investisseur final. Il en résulte une diminution de la vigilance dans l'évaluation du risque et une dilution de la responsabilité entre l'originateur, l'arrangeur et le distributeur, accentuée par une recherche active de nouvelles opérations génératrices de commissions de structuration perçues au comptant et considérées comme présentant peu ou pas de risque.

Les acteurs de la chaîne de titrisation sont amenés à assumer plusieurs rôles, ce qui peut les conduire à utiliser des informations qui ne sont pas accessibles

aux autres acteurs du marché, notamment celles relatives aux positions sur certaines tranches *mezzanine* dont les investisseurs en tranches *senior* n'ont pas connaissance.

Il importe donc que les pratiques de l'ensemble des acteurs de la titrisation puissent pleinement permettre d'assurer l'intégrité du marché.

■ La vigilance des autorités de contrôle

Les régulateurs doivent veiller à renforcer les exigences opérationnelles et de fonds propres s'agissant en particulier des transactions sur les produits complexes.

La mise en œuvre de Bâle II doit demeurer en tête des priorités. Les autorités de contrôle doivent s'assurer que l'approche interne des établissements de crédit, en termes de contrôle des risques, ne les conduise pas à sous-estimer le niveau réel de leurs risques afin que le niveau de fonds propres demeure adapté à leur profil de risque spécifique. Par ailleurs, les dispositions de Bâle II relatives aux exigences de fonds propres réglementaires associées aux risques de l'activité de titrisation doivent mieux prendre en compte la fourniture de supports implicites (c'est-à-dire au-delà des engagements contractuels pris par l'établissement), ainsi que l'octroi des lignes de liquidité. Les régulateurs devraient également adopter une définition commune et précise de la notion de transfert significatif du risque dans les opérations de titrisation.

De plus, les régulateurs doivent continuer à travailler à la mise en œuvre du pilier 2 de Bâle II afin de répondre aux enjeux que posent les risques difficiles à quantifier (comme les risques de réputation) et, de manière plus générale, ceux appartenant à la « queue de distribution » des pertes.

■ Une évaluation interne des risques

Les meilleures pratiques en matière d'investissement et d'évaluation des risques des produits structurés

doivent se diffuser chez les investisseurs et les gérants.

La complexité des produits structurés a conduit beaucoup d'investisseurs à s'en remettre au seul jugement des agences de notation, sans développer en interne les moyens appropriés pour évaluer les composantes et, partant, les risques spécifiques de ces produits. Les gérants d'actifs et de fonds collectifs devront, par conséquent, se doter d'un code de conduite développant des critères d'analyse et une méthodologie qui leur permettent, à l'avenir, de faire des investissements dont le couple rendement/risque soit en cohérence avec leur politique de gestion et leur contrainte de liquidité du passif.

■ Une réglementation et une gestion du risque de liquidité renforcées

La réglementation relative au risque de liquidité demeure non harmonisée et relativement fruste par comparaison avec celle relative à la solvabilité ou aux risques de marché. Le développement du modèle *originate-to-distribute* nécessite par ailleurs une gestion plus exhaustive du risque de liquidité, incluant la conduite de *stress tests* ainsi que la mise en place de plans de continuité. En effet, ce modèle, reposant largement sur la titrisation, suppose une liquidité suffisante pour les besoins du marché secondaire, en particulier dans le cas de véhicules assurant le refinancement de titres à long terme par des titres à court terme.

Revoir et harmoniser les principes comptables et les méthodes de valorisation

Le troisième axe de réflexion porte sur les questions de valorisation des actifs. En l'absence d'un volume suffisant de transactions sur le marché secondaire, de nombreux intervenants bancaires ou institutionnels n'ont pas pu vendre les instruments détenus, supportant *de facto*

l'essentiel du risque de liquidité vis-à-vis de leurs clients déposants ou investisseurs. Les acteurs ont éprouvé en conséquence de sérieuses difficultés pour valoriser régulièrement les instruments détenus et ont dû recourir à des succédanés, notamment sous forme de dérivés sur indice, dont le marché est pourtant lui-même peu profond, ou à des modèles de valorisation dont la robustesse n'avait pas été jusqu'à présent testée.

■ Une clarification des standards comptables internationaux

Les standards comptables internationaux doivent être clarifiés de façon à promouvoir une évaluation fiable et transparente des instruments financiers.

La crise a souligné l'absence d'harmonisation et de clarté dans le classement des instruments en fonction de la méthode de valorisation mise en œuvre. Les différents niveaux de la hiérarchie des justes valeurs (valeur de marché, modélisation incorporant des paramètres observables – ou non observables – sur le marché), ainsi que les frontières entre ces niveaux, devraient être clarifiés par les normalisateurs comptables afin d'améliorer la communication des acteurs dans ce domaine. D'une manière plus générale, les acteurs doivent s'assurer que leur communication financière est suffisamment complète et fiable afin de donner une image fidèle et compréhensible des engagements à risque et de leur valorisation.

Les normes comptables devraient par ailleurs préciser la méthodologie d'évaluation des actifs illiquides ou peu liquides. À cet égard, les méthodes et les modèles de valorisation – qui doivent faire l'objet d'un processus de validation et de contrôle périodique indépendants au sein des établissements financiers – doivent incorporer l'ensemble des facteurs (risque de liquidité, de modèle, de contrepartie...) nécessaires pour refléter de manière fiable la juste valeur des instruments à la date d'arrêt.

Les standards d'audit devraient être développés afin de promouvoir un cadre clair pour les processus d'audit relatifs aux estimations de juste valeur, notamment ceux relatifs aux instruments financiers illiquides.

■ Un traitement comptable des engagements de hors-bilan harmonisé au plan international

L'utilisation importante d'entités juridiquement séparées des établissements financiers et non consolidées dans les comptes de ces derniers rend difficile l'analyse comparative de leurs engagements et de leurs expositions réelles aux produits structurés, d'autant plus que les critères de consolidation entre les normes américaines et les standards internationaux ne sont pas identiques. Il convient donc, pour mieux appréhender à l'avenir les événements qui peuvent conduire à la reconsolidation comptable des actifs, de clarifier au plan international les relations entre une banque et les véhicules qu'elle utilise aux fins de ses opérations de titrisation. En outre, les principes comptables relatifs aux règles de consolidation devraient faire l'objet d'une harmonisation au niveau international, au profit des règles permettant de donner l'image la plus satisfaisante des risques réellement encourus par les établissements financiers.

Renforcer la coopération internationale

■ Un dispositif international d'enquête contre les abus de marché et la fraude financière

La complexité croissante des montages juridiques et la localisation quasi systématique de structures comptables dans des centres *off shore*, à la suite d'opérations d'arbitrage entre places, rendent nécessaire l'élaboration d'outils

plus efficaces de lutte contre les fraudes au plan international, et ce, à court terme.

Un accord serait indispensable pour permettre la création d'équipes internationales d'enquêteurs, capables de travailler conjointement pour le compte de plusieurs autorités dans un cadre plus large que le niveau national, et ainsi accroître l'efficacité et le caractère dissuasif de leurs investigations.

Conclusion

Face à la crise, ni les régulateurs ni l'industrie ne remettent en cause le mécanisme même de la titrisation qui a largement contribué à l'essor de nouvelles formes de financement.

Cependant, celles-ci ne pourront continuer à se développer que sur des bases assainies tant au plan économique, bien sûr, que dans un cadre de régulation internationale rénové. Les organisations mondiales de régulateurs – Comité de Bâle, Organisation internationale des commissions de valeurs – doivent s'engager dans cette voie.

À cet égard, l'Union européenne doit aussi répondre aux recommandations du FSF par des initiatives fortes dans le cadre du marché unique des services financiers. En particulier, la transparence du marché du crédit doit être améliorée afin de corriger les failles qui ont été mises en lumière par cette crise.