

LETTRE FINANCIERE 34

POUR DE NOUVELLES REGLES DE GOUVERNANCE DES INSTITUTIONS FINANCIERES

La crise financière amorcée en juillet 2007 aux Etats-Unis avec les premiers défauts significatifs sur les prêts *subprime* est d'une ampleur particulière par rapport à celles qui l'ont précédée. Depuis 20 ans, on ne compte pas moins de neuf crises (une tous les 2 ans), chronologiquement les suivantes : la crise boursière du 19 octobre 1987, celle des *Savings and Loans* américaines en 1990, la faillite de la banque Barings en 1995, la crise thaïlandaise puis celle de l'ensemble des pays du sud-est asiatique en 1997, la crise russe (GKO) ayant pour source le déficit budgétaire en 1998, la quasi faillite de LTCM en 1998, l'éclatement de la bulle internet et des valeurs TMT en 2000/2001, la perte de 6 milliards de dollars du fonds Amaranth en 2006 et la crise bancaire et financière de 2007, qui se poursuit en 2008.

La nature de chacune de ces « crises » est différente. Certaines sont des crises monétaires qui touchent des pays à la périphérie du système capitaliste, et qui n'affectent que marginalement l'économie mondiale (crise des pays du sud-est asiatique, crise russe). D'autres sont très circonscrites comme les comportements déviants des traders de Barings, Amaranth ou Société Générale. D'autres encore présentent un risque systémique, mais sont suffisamment localisées pour qu'une intervention rapide et efficace du (des) régulateur(s) fasse disparaître le danger (LTCM). D'autres enfin sont des crises boursières, 1987, 2001, et 2007/2008, avec des conséquences très différentes. La crise bancaire, financière et boursière, ouverte en 2007, est certainement la plus sérieuse de toutes celles que nous venons d'évoquer.

Nous n'allons pas réécrire le scénario de cette crise mais tenter d'esquisser des propositions afin de rétablir un fonctionnement normal du système et des marchés financiers, même si dans cette affaire il faut se hâter lentement et attendre que le système financier soit définitivement purgé de toutes ses scories, dont certaines ne font qu'émerger avec le film qui se déroule en ce moment sous nos yeux.

La crise bancaire et financière a fait ressortir quelques faits saillants que sont la titrisation, la transformation du modèle bancaire qui y a conduit, l'importance prise par le *proprietary trading*, la structure et le niveau des rémunérations dans le secteur financier, la responsabilité

des agences de notation, la pathologie des crises boursières et les objectifs des banques centrales.

La titrisation

La crise bancaire survenue à partir du second semestre 2007 a souligné les dangers de la titrisation dont, jusqu'alors, n'étaient perçus que les avantages. La titrisation permettait la dissémination du risque d'une part, et son transfert de ceux les moins à même d'assumer les risques à ceux les mieux à même de les supporter d'autre part, ce qui devait diminuer le risque global du système financier. Ce processus a été initié puis amplifié par des institutions financières et parafinancières dans des zones situées hors du champ du régulateur, qui n'ont pas respecté les règles de prudence et les principes de gestion des risques. Ces institutions sont des intermédiaires non bancaires (les *Hedge Funds*), mais surtout des banques qui ont utilisé des véhicules hors bilan (les *Conduits*, les *Special Purpose Vehicles* et autres *Special Purpose Entities*) pour contourner le cadre réglementaire auquel elles étaient soumises et pouvoir ainsi se joindre à la fête.

Il résulte de cette première analyse que les régulateurs et autres superviseurs devraient étendre leur pouvoir de contrôle sur les agents non régulés, dont les décisions ont une influence sur les marchés, et sur les firmes régulées, pour faire en sorte que les activités des agents preneurs de risques ne contaminent pas les bilans des agents bancaires traditionnels. Du fait que le système bancaire joue un rôle primordial dans le système des paiements, il y a naissance d'un risque systémique lorsque le système bancaire est atteint.

La transformation du modèle bancaire

Les banques, ou certaines d'entre elles, ont fait évoluer le modèle bancaire traditionnel de manière dangereuse et ceci de la manière suivante. D'abord, comme on vient de l'évoquer, avec la titrisation dans la mesure où cette formidable innovation financière a rompu la chaîne du contrôle entre l'emprunteur et le prêteur. Dans l'activité bancaire traditionnelle, la banque gardait dans ses livres les prêts qu'elle accordait jusqu'à ce que ceux-ci lui soient remboursés, et se rémunérait avec une marge d'intérêt, qui formait alors l'essentiel de son produit net bancaire (PNB, la marge brute de la banque). La banque avait tout intérêt à s'assurer de la solvabilité de son client au moment où elle envisageait de lui accorder un prêt, et de continuer

à la surveiller pendant toute la durée de celui-ci. Le nouveau modèle bancaire en matière de crédit « *Syndicate and Distribute* » a rompu et fait disparaître cette chaîne de contrôle et de responsabilité, avec un PNB formé de commissions de transformation et de placement des prêts. Certes, ce *business model* était autrement plus lucratif que le modèle traditionnel. Avec la titrisation des crédits, le même montant de capitaux propres permet un volume de crédits beaucoup plus important que dans le modèle classique, et procure un montant de commissions de syndication et de distribution de ces prêts, transformés en les agrégeant en titres financiers, bien supérieur à celui des marges d'intérêt.

La crise des *subprime*, mais celle-ci pourrait s'étendre à d'autres formes de crédit que les seuls crédits hypothécaires, suggère une première modification réglementaire. Pour rétablir la chaîne de contrôle de la solvabilité du client emprunteur, les banques qui procèdent à l'organisation des prêts, avant de les titriser et de les revendre, devraient avoir l'obligation de garder dans leurs livres une part significative du risque de défaut potentiel des emprunteurs finaux, par exemple les tranches les plus risquées des CDO (*Collateralized Debt Obligations*) qu'elles avaient pris l'habitude de transférer, notamment dans divers *conduits* de leur création.

Avant même la titrisation, le modèle bancaire avait déjà évolué vers un modèle économique où les commissions et courtages prenaient le pas sur la marge d'intérêt, avec le développement des activités d'*Asset Management* et de *Corporate Finance* (relation avec les émetteurs, Etats mais surtout entreprises, à l'occasion de leur introduction en bourse, de leurs besoins d'émission d'actions et d'obligations, de leur croissance externe, etc). Ces activités ont donné lieu à la constitution de vastes salles de marchés où opèrent les fameux *traders*. La population des *traders*, à l'origine, passait des ordres sur les marchés pour le compte de leurs clients investisseurs institutionnels ou pour le compte de leurs clients entreprises.

La fonction des *traders* dans les salles de marché s'est étendue, d'interventions pour compte de tiers (clients investisseurs et émetteurs) à des interventions pour compte propre. A cause de l'opacité de la comptabilité bancaire, il est difficile de distinguer aujourd'hui dans les revenus du *trading* des banques ce qui provient de l'activité pour compte de tiers, de celle qui revient au *trading* sur les fonds propres de la banque, le fameux *proprietary trading*. Mais il est clair que la part de ce dernier a fortement augmenté. On dit même que Goldman Sachs est devenu un gigantesque *hedge fund* déguisé en banque d'affaires. Les actionnaires ne sont pas les seuls concernés par cette dérive qui risque de mettre en péril le système des paiements en cas

d'accident, au-delà même des risques qu'elle fait porter aux autres activités et aux personnels des banques concernées.

Nul doute, les banques ont mis au point des systèmes sophistiqués de contrôle des risques, et sont en train de les renforcer à la lumière des accidents récents de *trading*. Cela sera-t-il suffisant ? Sans doute pas. Aussi faut-il accroître la transparence des sources de revenus des banques pour que leur comptabilité fasse ressortir leur exposition aux différents risques, voire même filialiser la gestion pour compte propre des banques en lui assignant des ratios prudentiels particuliers.

La structure et le niveau des rémunérations dans l'industrie financière

Les saillies principales de la crise bancaire ont été les dérives de la titrisation et l'opacité de la gestion pour compte propre des banques. Ces deux phénomènes ont fait ressortir un certain nombre de déviations dans le système d'incitations et de rémunérations des opérateurs financiers, qu'il s'agit de corriger.

D'aucuns suggèrent de reconsidérer les problématiques éthiques au sein des institutions financières. En particulier, celle de la conformité (*compliance*) recommandée par le Comité de Bâle qui précise que « le risque de conformité peut être défini comme le risque de sanctions légales ou réglementaires, de pertes financières ou de pertes de réputation auxquelles une banque peut être soumise par suite des manquements aux lois applicables, aux règlements et codes de conduite ». Il est vrai que ceci va dans le bon sens, et que la nomination au sein de certaines grandes banques d'un « *compliance officer* » expérimenté, à l'autorité respectée et placé au plus haut de la hiérarchie, est opportune. Mais les leçons de morale ou les exhortations à l'éthique ne peuvent faire barrage à la tentation du lucre.

Il faut donc revoir les systèmes d'incitations, on a vu comment à propos du redressement des dérives de la titrisation, et les systèmes de rémunérations.

Les rémunérations de certains opérateurs financiers sont très critiquées pour être au-delà de toute logique, voire de toute morale. Encore une fois, et sans vouloir se placer sur le terrain de la morale, il faut comprendre la logique de leur rémunération d'un point de vue économique. Les opérateurs des métiers financiers, à partir d'un certain niveau, ont une rémunération fixe convenable mais souvent faible par rapport à leur rémunération variable, les fameux bonus.

Ceux-ci représentent entre zéro fois (le cas est rare) et éventuellement plusieurs dizaines de fois (le cas est moins rare) leur rémunération fixe. Les bonus sont alloués selon une périodicité annuelle en fonction des résultats de l'activité générale de la banque, de la division à laquelle appartient l'opérateur, et surtout des performances propres de celui-ci. Par ailleurs, le système est asymétrique, le bonus ne peut être négatif, quels que soient les résultats et les performances, et il est donc soit nul, soit positif. Enfin, il est en général définitivement acquis.

Le bonus a donc toutes les caractéristiques d'une option dont à la fois la prime et le prix d'exercice seraient nuls. Le prix d'une option est fonction de la volatilité du sous-jacent. C'est pourquoi les opérateurs de marché aiment la volatilité, qui les conduit à prendre des positions risquées.

Au début des années 1990, Myron Scholes, consultant chez Salomon Brothers (absorbé depuis dans Citi), avait proposé et fait adopter un nouveau plan de rémunération pour les opérateurs et dirigeants. Ce plan consistait à verser les bonus pour une part minoritaire en cash tous les ans, et d'affecter la majeure partie dans un compte individualisé qui serait investi en titres Salomon Brothers, gelé pendant une période comprise entre trois ans et cinq ans, et avec possibilité de bonus négatifs qui viendraient en déduction dans les comptes individualisés. A l'annonce de ce nouveau plan de rémunération, l'action Salomon Brothers à Wall Street dégaugea ce jour-là une rentabilité anormale de l'ordre de 7%. Un autre aspect du plan contribua à cette rentabilité anormale. Salomon Brothers comptait pour seules activités le *Corporate Finance* et le *Trading*. Les bonus des opérateurs financiers ne dépendaient que de leur seule performance et celle de l'activité à laquelle ils appartenaient. Le nouveau plan prévoyait d'indexer aussi les bonus de tous les opérateurs, et pour une part significative, aux résultats de l'ensemble de la banque, ceci pour susciter les coopérations entre les opérateurs des deux activités, auparavant inexistantes.

Ceci souligne un aspect anthropologique et culturel des grandes banques qui a été occulté. Les remarquables performances de Goldman Sachs en 2007, avec des résultats historiques, contrastent singulièrement avec les résultats catastrophiques des Citi, Merrill et autres Morgan Stanley, surtout sur le second semestre après l'apparition de la crise financière de l'été 2007. Peut-être est-ce dû à la chance, mais aussi certainement à la culture partagée des risques, à leur suivi collégial et fréquent par les principaux départements de la banque, sur la base de l'ancienne culture de *partnership* de Goldman Sachs. Il n'est pas sain qu'une activité soit trop

en pointe dans une banque, surtout quand elle est à risque et très profitable comme le *Trading*, car son contrôle devient problématique.

Renforcer l'éthique des opérateurs financiers, c'est bien. Mais il faut surtout jouer du bâton (renforcement des systèmes de contrôle) et de la carotte (intéressement à long terme avec blocage pendant plusieurs années d'une partie de la rémunération variable et introduction d'une certaine dose de symétrie bonus/malus).

Les agences de notation

La crise financière a révélé un autre dysfonctionnement lié en partie aux normes comptables IFRS d'enregistrement en *fair value* des actifs financiers. Les nouveaux actifs financiers issus de la titrisation, les produits structurés, recevaient une notation de la part des agences spécialisées. Celles-ci appréciaient le risque des titres en fonction de modèles fondés sur l'historique des risques de défaut. Avec l'explosion des volumes de prêts hypothécaires *subprime* et leur extension à des emprunteurs de moins en moins solvables, la réalité des défauts est devenue beaucoup plus conséquente que leur historique. Mais il ne faut pas pour autant jeter la pierre aux agences de notation.

Les modèles d'évaluation des risques ont connu des améliorations notables. Cette crise a montré cependant leurs limites, ce sont les marchés qui donnent *in fine* les valeurs. Et les agences de notation auront toujours du mal à apprécier des titres financiers qui résultent de la structuration de plus de 10 000 prêts différents, même après les mesures de réforme de leur propre gouvernance qu'elles comptent mettre en place. Il est clair qu'il faut démanteler l'oligopole organisé *de facto* par le régulateur américain en introduisant davantage de concurrence dans cette profession d'une part, et en dissociant d'autre part les fonctions de notation et de conseil des agences, à l'instar de ce qui a été fait avec les sociétés d'audit au travers de la loi Sarbanes-Oxley.

Mais il faut sans doute introduire d'autres mécanismes d'évaluation que ceux procurés par les agences de notation. A l'instar des obligations *Corporate*, elles mêmes notées par les agences de notation, qui font l'objet d'échanges sur les marchés financiers, soit de gré à gré, soit organisés, les nouveaux titres financiers issus de la titrisation devraient faire l'objet d'un

véritable marché. De ce fait, ils seraient davantage évalués par une population nombreuse d'analystes crédit professionnels et feraient ressortir des prix de marché.

Pathologie des crises boursières

Le 19 octobre 1987, toutes les bourses mondiales ont chuté en une seule journée de 22% à 30%. On se demande encore aujourd'hui pourquoi, sinon que cette baisse était la conséquence d'une technique de gestion, « l'assurance de portefeuille », très peu connue, sinon inconnue, des investisseurs qui attribuaient la chute des marchés à des ordres de vente massifs d'investisseurs informés, alors que ceux-ci provenaient d'ordres de « *program trading* », totalement non informés. D'ailleurs, cette chute sans équivalent dans l'histoire boursière a été d'une part résorbée en quelques mois (de date à date et sur un an les grands indices ne perdaient que 5% à 10%) et d'autre part sans impact sur l'économie réelle.

L'éclatement de la bulle internet a fait partir en fumée de l'ordre de 13 000 milliards de dollars. C'est énorme, mais ces 13 000 milliards de dollars correspondent à des pertes boursières, calculées par rapport à des plus hauts. Ces plus hauts étaient le résultat d'une période prolongée « d'exubérance irrationnelle » pendant laquelle les cours de bourse avaient triplé. Elle a été absorbée par les innombrables actionnaires de par le monde qui détenaient en portefeuille des valeurs TMT (technologie, média, télécommunications), lesquelles ont perdu entre 50% et 90% de leur valeur par rapport à leurs plus hauts. Globalement, les investisseurs ont donc reperdu, en partie, ce qu'ils avaient gagné. Sur le plan économique, cette bulle boursière a correspondu à l'aboutissement d'innovations technologiques majeures et très bénéfiques, et n'a pas eu par ailleurs d'effet boule de neige. Certes, elle a été suivie d'une récession, mais légère et de courte durée, sans conséquence sur le système financier.

En tout état de cause, ces deux crises boursières, comme celle que nous traversons aujourd'hui, se sont produites à la suite d'une quasi disparition dans l'esprit des investisseurs de la notion même de risque. Fin septembre 1987, la prime de risque offerte par le marché français des actions, c'est-à-dire l'écart de rentabilité entre les actions et les obligations d'Etat à 10 ans, tel qu'estimé par Associés en Finance, n'était plus que de 157 points de base, record historique. Il était de 272 points de base en janvier 2000. En juin 2007, le même écart au niveau de la zone euro n'était que de 280 points de base, alors que la moyenne historique de cet écart est de l'ordre de 500 points de base. Lorsque l'écart instantané s'éloigne trop de sa

moyenne, des forces de rappel l'y ramènent nécessairement. Car les primes de risque ayant pratiquement disparu, le marché n'a plus de réserve pour incorporer des bonnes nouvelles, il ne peut qu'enregistrer les mauvaises. C'est d'ailleurs l'opinion exprimée à plusieurs reprises en 2007 par Jean-Claude Trichet, et réitérée à Davos en janvier 2008, sur la base de l'observation des « *Corporate Spreads* », lesquels avaient fondu.

Mais la crise boursière actuelle en cours (baisse du CAC 40 de 6170 le 1^{er} juin 2007 à 4500 en séance le 22 janvier 2008, soit une baisse supérieure à 25%) n'est pas à l'origine une crise boursière. La Banque Centrale Européenne et Associés en Finance, par des approches voisines, avaient identifié une surévaluation des actifs risqués par rapport aux actifs sans risque, en concluant que le moindre choc exogène d'une certaine importance déstabiliserait les bourses mondiales. Le choc exogène fut le renversement de tendance des prix de l'immobilier aux Etats-Unis et la crise financière du « subprime » qui s'en suivit.

Les objectifs des banques centrales

Les banques centrales se cantonnent trop dans leur rôle traditionnel, qui est celui d'endiguer toute pression inflationniste sur les biens et services. Dans un capitalisme à la fois globalisé et financiarisé, où le rôle et l'importance des marchés et des actifs financiers, entendus au sens large, ont un impact très significatif sur l'économie réelle, à la fois par des canaux directs et indirects, il est souhaitable d'étendre l'objectif de lutte contre l'inflation aux prix des actifs financiers, et de dépasser celui devenu trop étiqué des biens et services. Même si Alan Greenspan a plusieurs fois affirmé qu'il n'était capable qu'*ex post* de constater la formation et l'existence d'une bulle, les observations de Jean-Claude Trichet à partir des *Corporate Spreads* et celles d'Associés en Finance à partir des primes de risque sur les marchés actions fragilisent cette position. Par ailleurs, la position traditionnelle des banques centrales accroît les risques d'aléa moral, dont profitent les investisseurs, et accroît périodiquement les risques. Dans la mesure où les banques centrales répugnent à enrayer l'inflation des actifs financiers et à casser les bulles qui se développent, mais volent au secours des marchés financiers lorsque celles-ci se dégonflent, elles accordent aux opérateurs une option de vente gratuite (le fameux « *Greenspan put* »), et suscitent ainsi la crise financière suivante.

Conclusion

Il faut se hâter lentement et éviter de réformer le système en introduisant prématurément des régulations avant que le système ne soit purgé. Il n'y a pas de miracle, des excès ont été commis, il faut en assumer les conséquences, c'est-à-dire des pertes de valeurs colossales. En évoquant les faits saillants de cette crise et en proposant des pistes de réflexion pour éviter les excès, nous avons mis l'accent, certes sur des modifications réglementaires, mais surtout sur les incitations des différents acteurs, voire sur l'extension des mécanismes de marché à des domaines où ils sont inexistantes.

Bertrand Jacquillat

29 Février 2008