



LE RÉGULATEUR DE MARCHÉ FACE À LA CRISE DU *SUBPRIME*

MICHEL PRADA*

Le marché des instruments de transfert de risque de crédit a connu une croissance exceptionnelle depuis le début des années deux mille. Il a été stimulé par une série de facteurs, tels qu'une forte demande des investisseurs en quête de rendement et la volonté des banques d'optimiser la gestion de leurs capitaux propres en utilisant les possibilités du transfert de risque via la titrisation. Les statistiques fournies par le *European Securitisation Forum* témoignent bien 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 *Asset-backed securities*, le marché des instruments de transfert de risque de crédit s'est rapidement enrichi par la création

d'instruments dérivés puis, plus récemment, par l'introduction de produits de financement structurés complexes, à l'image des *Collateralised debt obligations*.

La crise financière, qui secoue les pays développés, depuis l'été 2007, met en lumière les faiblesses d'un marché jusqu'ici en pleine croissance. Elle permet, d'ores et déjà, de poser certaines questions et de tirer quelques enseignements sur certains dysfonctionnements majeurs de ce marché.

La présente contribution se limite volontairement à l'analyse des problématiques telles que les perçoit le régulateur de marché et n'aborde pas les aspects liés aux questions prudentielles et systémiques. La première partie dresse un panorama, sur la base des faits observés, des principales lacunes ou zones de difficultés du marché des produits de financement structuré.

* Président de l'Autorité des Marchés Financiers.

La seconde partie envisage des pistes d'amélioration et le rôle que doivent jouer les régulateurs pour éviter que de tels accidents se reproduisent dans un proche avenir et permettre que le marché de la titrisation puisse reprendre son développement sur des bases plus saines et dans un cadre sécurisé.

LA CRISE FINANCIÈRE ET LES QUESTIONS POSÉES PAR LES INSTRUMENTS DE TRANSFERT DU RISQUE DE CRÉDIT

La crise qui affecte le marché des *subprimes* constitue une parfaite illustration des relations d'interdépendance entre acteurs au sein de sphères financières de plus en plus complexes. Elle trouve son origine dans l'endettement excessif de nombreux ménages américains et dans l'accroissement des taux de défauts de paiement sur les crédits immobiliers à risque. Il en a découlé un enchaînement mécanique, où ont été affectés, tour à tour, les produits structurés classiques de type RMBS, puis ceux, plus complexes, de type CDO. En bout de chaîne, des fonds d'investissement se sont trouvés mis en difficulté, devant faire face à l'impossibilité, pour honorer des appels de marge ou à des demandes de remboursement, de céder les titres détenus dans des conditions normales de liquidité et devant assumer, dès lors, des moins-values potentielles incompatibles avec leur politique contractuelle de placement. La crise de liquidité, et plus largement les

incertitudes sur le marché des produits structurés, se sont alors propagées aux autres segments des marchés financiers, et tout particulièrement au marché monétaire. Parmi les facteurs de contagion, on peut citer les ventes forcées de certains fonds de gestion alternative, contraints de répondre aux appels de marge de leur prime *broker*, ainsi que l'augmentation du risque interbancaire du fait des « *back-up lines* » sur les « conduits ». L'un des paradoxes de cette crise de la titrisation tient au fait que les risques supposés « externalisés » soit, en fait revenus, dans les livres des banques, soit à travers des mécanismes juridiques de garantie des véhicules de titrisation, soit à travers le rôle de prime *broker* vis-à-vis des *hedge funds*, ou la rétention des tranches les plus senior, soit, enfin, afin de prendre en charge le risque « réputationnel » qui aurait pu être associé à la défaillance de fonds conçus et commercialisés par elles.

Lors de ces événements, sont ainsi apparues certaines problématiques touchant au fonctionnement du marché des financements structurés, et sur lesquelles il est nécessaire de revenir pour tirer des leçons qui seront utiles pour le futur :

- premièrement, les variations d'appréciation du risque de crédit et le rôle des agences de notation, qui ont procédé à de nombreux changements de notes et même à des révisions significatives de méthodologie, suscitant une forte incertitude chez les investisseurs ;
- deuxièmement, la transparence sur la nature et l'évolution des actifs sous-jacents aux opérations de titrisation ;
- troisièmement, les incertitudes sur la valeur de marché des produits structurés, face à l'absence avérée de liquidité



du marché secondaire et à l'utilisation de modèles complexes de valorisation ; - enfin, l'absence d'informations pertinentes sur les détenteurs finaux de produits structurés et, le cas échéant, la dispersion des risques de crédit, qui posent la question de l'organisation des bases de données et des flux d'information à destination des régulateurs au travers des infrastructures post-marché.

Les mécanismes d'appréciation du risque de crédit

Les instruments de transfert de risque de crédit, initialement assez simples dans leur conception, sont devenus progressivement de plus en plus complexes. Les produits les plus sophistiqués, les CDO, peuvent être adossés à une multitude d'actifs, que ce soit des prêts aux entreprises, des obligations, des dérivés de crédit, voire d'autres CDO. La composition des portefeuilles peut d'ailleurs évoluer pendant la vie du produit, les gestionnaires ayant, en ce domaine, et selon les véhicules considérés, une latitude importante. En théorie, c'est aux investisseurs de procéder aux « due diligences » sur les véhicules dans lesquels ils projettent d'investir, mais leur complexité est telle que, dans les faits, la décision d'investissement est largement fondée sur l'évaluation qui est fournie par les agences de notation.

L'activité des agences de notation en matière de produits de financement structuré soulève un certain nombre de questions.

Sur un plan technique tout d'abord. Les opinions délivrées par les agences de notation évaluent traditionnellement

la capacité d'un émetteur à remplir ses obligations contractuelles, en l'occurrence le paiement des intérêts et le remboursement du principal en temps et en heure. Dans le cas des produits de financement structurés, l'exercice ne consiste pas uniquement à évaluer le risque de défaut des éléments du *pool* d'actifs sous-jacents. Il s'agit, également, d'évaluer les corrélations existant entre ces différents éléments. Cette dernière évaluation est fondée sur l'utilisation de modèles mathématiques qui prennent une importance considérable dans l'appréciation finale des titres émis et détenus par les investisseurs. Un changement de méthodologie peut donc, indépendamment de toute évolution dans les actifs sous-jacents, impliquer des changements de notation. De fait, ce sont des changements de méthodologie qui ont été, pour une part importante, à l'origine de la vague massive de dégradation des notes de véhicules de financement structurés, opérée par les agences pendant l'été et à l'automne.

Par ailleurs, les notations des agences fournissent une opinion sur le risque de défaut « moyen », alors que, précisément, les produits de financement structurés, bien plus que les dettes « *corporate* » traditionnelles, peuvent être soumis à une volatilité importante, du fait de l'existence significative de risque de « perte extrême » provenant de la structure même du produit. L'utilisation d'une même et unique échelle de notation pour les deux types d'instruments peut donc être trompeuse pour les investisseurs, une même note pouvant impliquer des degrés de solvabilité et de liquidité largement différents selon le type d'actif considéré.



Enfin, au-delà des aspects techniques existe un risque de conflit d'intérêts majeur dans l'activité de notation des produits de financement structurés. En effet, contrairement à la notation traditionnelle de dettes d'entreprise, les agences de notation sont parties prenantes au processus de conception des produits de financement structurés, dans la mesure où les arrangeurs structurent les produits et les différentes tranches précisément pour atteindre un certain niveau de notation. L'indépendance de la notation et son objectivité peuvent en être sérieusement altérées, d'autant que la rémunération du service de notation est à la charge de l'arrangeur.

La transparence du marché

La transparence des produits et la bonne information des investisseurs, tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire, sont des conditions importantes de l'efficacité du marché. Elles doivent permettre aux investisseurs d'obtenir les informations pertinentes et régulières nécessaires à la mise en œuvre de leurs décisions d'investissement. Ce principe, commun à tous les marchés d'instruments financiers, prend, dans le cas des instruments de transfert du risque de crédit, une importance toute particulière. Leur grande complexité est, en effet, source d'asymétries d'information fortement dommageables pour le fonctionnement du marché.

Les produits complexes, qui pour certains, notamment les CDO, permettent une titrisation de deuxième niveau, sont opaques pour les inves-

tisseurs qui n'ont pas les moyens, ni nécessairement toutes les informations, pour comprendre leur fonctionnement et leur comportement en cas de retournement de marché. Souvent de pur gré à gré, ils ne tombent pas dans le champ de la réglementation des marchés financiers. Les SIV, qui servent essentiellement au financement d'engagements de long terme par des produits de court terme, n'obéissent pas, non plus, aux règles élémentaires de la transparence et les informations sur leur gestion, ou les lignes de garantie qui les lient aux banques, sont souvent insuffisantes.

Le marché lui-même de la titrisation n'est pas transparent. Les transactions sur ses produits se font hors d'un marché organisé, et, partant, les acteurs du marché apprécient mal la profondeur et la liquidité du marché, les prix et les volumes n'étant pas rapportés systématiquement. La crise a d'ailleurs montré le manque d'information des régulateurs et des acteurs sur les transferts exacts des risques et l'identité du porteur in fine.

Dans ce cadre, les informations sur les acteurs de la titrisation, en l'occurrence les sponsors et les arrangeurs se sont également révélées insuffisantes, notamment en termes d'exposition aux produits de titrisation. Leur communication financière s'est révélée relativement imprécise et son absence d'harmonisation, rendant difficile les comparaisons, a accentué la perte de confiance dans le système.

La question de la transparence et de la juste information des investisseurs est cependant complexe. L'intermédiaire doit, en effet, être en mesure d'évaluer la nature des informations à



transmettre, et trouver le bon dosage entre un défaut d'information et une information pléthorique qui serait contre-productive. Par ailleurs, étant donné le nombre important d'acteurs impliqués, un travail significatif d'organisation et de coordination de la collecte d'information doit être réalisé par l'arrangeur de l'opération de titrisation. Dans le courant de la vie du produit, l'émetteur doit fournir une information spécifique et adaptée, qui aille au-delà des simples états financiers. Il doit informer sur la nature des actifs sous-jacents et leur comportement en matière de qualité du crédit, de prépaiement, etc.

La liquidité du marché et la formation du prix

La crise de l'été 2007 a révélé de manière dramatique le manque de robustesse du marché secondaire des produits de financement structurés. Premièrement, le marché a été dans l'incapacité d'assurer un niveau raisonnable de liquidité, puisque de nombreux investisseurs n'ont pas pu vendre les titres détenus, faute de contrepartie acheteuse. Il en est résulté un effondrement des prix, sans commune mesure avec la détérioration des actifs sous-jacents détenus par le véhicule. Deuxièmement, et cet élément est lié au précédent, les acteurs ont été dans l'impossibilité de valoriser les instruments détenus, précisément en raison de l'absence de marché susceptible de donner une évaluation objective. Il en a résulté le recours à des valorisations fondées sur l'usage de modèles (valorisations *mark-to-model*)

dont la pertinence et le sens économiques sont en question.

LA RÉPONSE DES RÉGULATEURS ET LE RÔLE DE L'ACTION INTERNATIONALE

La réponse des régulateurs s'est faite à plusieurs niveaux. Il faut distinguer, d'une part, les aspects prudentiels de cette crise, d'autre part les aspects de régulation des marchés, enfin les mesures prises pour enrayer la crise et pour faire redémarrer le marché. Les régulateurs prudentiels et les banques centrales ont eu à réagir de manière immédiate, et en fonction des circonstances propres à chaque pays, afin de répondre à des situations particulières, comme dans le cas d'IKB en Allemagne, de Northern Rock au Royaume-Uni ou de Bear Stearns aux États-Unis, ou de permettre le refinancement des établissements de crédit. Les régulateurs prudentiels comme les régulateurs de marché développent aussi une réflexion à plus long terme qui vise à préparer les réformes qui assainiront les règles du marché.

La communauté internationale des régulateurs a mis en place plusieurs initiatives afin de coordonner les réactions et d'étudier les mesures à prendre. Ces initiatives, tant de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) que du Comité de Bâle, sont coordonnées par le Forum de la stabilité financière.

Le Forum de la stabilité financière, créé en 1999 à l'occasion de la crise



asiatique, rassemble les ministères des finances, les banques centrales et les régulateurs des pays du G7 élargi ainsi que les institutions financières internationales et les organisations internationales de standardisation financière. Il a montré à cette occasion son efficacité et sa capacité à mobiliser les principaux régulateurs. Mandaté par le G7 au quatrième trimestre 2007, le FSF a rendu un premier rapport comportant une série de propositions à l'occasion de la réunion du G7 d'avril. Ce rapport, qui analyse les faiblesses du système mis en lumière par la crise des *subprimes*, couvre l'ensemble du champ réglementaire. Les régulateurs y reconnaissent le rôle positif du développement de la titrisation pour le financement de l'économie, et formulent des recommandations visant à favoriser une reprise du marché sur une base plus saine.

Le Comité technique de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs a également constitué un groupe de travail spécial sur la crise. Ses travaux, qui portent principalement sur les aspects relatifs à la régulation des marchés, insistent principalement sur leur transparence, sur l'importance des procédures de notation, de gestion du risque, et sur les questions posées par la problématique de la valorisation.

Accroître la transparence du marché

Pour les régulateurs de marché, la problématique de la transparence est en effet centrale dans l'analyse des dysfonctionnements du marché des produits structurés. Elle se décline selon plusieurs « sous sujets » : l'infor-

mation sur les produits, donnée par les émetteurs ; l'information donnée par les agences de notation, l'information sur les marchés et, enfin, l'information sur les sponsors et les arrangeurs.

En ce qui concerne l'information à l'émission, un certain nombre d'émissions obéissent certes, en raison des règles d'appel public à l'épargne ou par le fait de la cotation, à des réglementations nationales spécifiques. Mais, pour l'essentiel, les produits titrisés entrent dans le champ du placement privé, où les parties s'accordent sur les informations nécessaires, les investisseurs étant réputés professionnels. Il apparaît donc nécessaire de développer une approche plus harmonisée du contenu de la documentation et de l'information fournie, notamment sur les sous-jacents qui composent le programme de titrisation, et, dans le cas de véhicule ad hoc, sur les garanties en termes de financement et les lignes de crédit accordés par l'établissement sponsor. Des initiatives sont en cours, en particulier sous la direction de l'*European Securitisation Forum* et de l'*American Securitisation Forum*, qui portent également sur l'information donnée au cours de la vie du produit. En effet, les évolutions dans la composition du portefeuille des SIV ou des CDO's sont très importantes pour les investisseurs, car elles peuvent changer de manière substantielle l'exposition aux risques.

Les régulateurs souhaitent également que les acteurs du marché mettent en place des outils permettant de mieux structurer le marché des produits complexes, en organisant un processus de post-marché qui permette une meilleure information sur les prix



et les volumes et favorise une harmonisation des conditions juridiques du transfert de risque.

Le rôle des agences de notation dans la notation des produits structurés a été examiné en profondeur par un groupe spécial de l'OICV. Ce travail a commencé dès le printemps dernier à la demande du FSF, qui avait suivi en cela un souhait de l'Autorité des marchés financiers exprimé dans un rapport du début 2007 sur le rôle des agences au regard des produits structurés.

L'OICV a mis en consultation un rapport qui propose de compléter certains aspects de son code de conduite de 2004, afin de prendre en compte la notation des produits structurés. Le rapport pose la question de la nécessaire distinction entre les notations des sociétés émettrices de dettes obligataires classiques et celles des véhicules de titrisation.

Le code devrait être modifié de manière à introduire ou renforcer les exigences sur trois points majeurs :

- d'une part, renforcer la qualité du travail des agences, en exigeant plus de diligence dans le traitement de l'information qu'elles reçoivent et en particulier dans l'analyse des actifs sous jacents ;
- d'autre part, en mettant en place des processus qui permettent une meilleure gestion des conflits d'intérêts et, notamment, en séparant le rôle de conseil de celui de notateur de produits structurés, afin d'éviter la situation où les mêmes analystes d'une agence participent indirectement à la structuration du produit qu'ils notent ;
- enfin, en assurant aux investisseurs une meilleure information, en parti-

culier sur les actifs composants les produits et les méthodologies qui sous-tendent la notation comme la corrélation des actifs entre eux en termes de risque.

La réflexion sur la qualité de l'information financière donnée par les acteurs du marché de la titrisation devra faire l'objet de travaux communs entre le Comité de Bâle et l'OICV. Le Forum de la stabilité financière a publié une recommandation visant à favoriser immédiatement une meilleure comparabilité des données produites par référence à un « cadre » harmonisé de présentation de données requises.

La gestion des risques et la problématique comptable

La gestion des risques est analysée par l'OICV, essentiellement pour les investisseurs institutionnels, en particulier des sociétés de gestion qui investissent pour le compte d'investisseurs individuels. Il s'agit de renforcer les diligences des investisseurs préalablement à un investissement, de les amener à développer une analyse propre des risques et de ne pas se reposer sur les notations des agences. L'OICV entend ainsi engager des travaux visant à émettre des recommandations sur la gestion des risques, notamment sur l'appréciation des risques juridiques et sur l'analyse des actifs.

La problématique comptable pourrait, à elle seule, faire l'objet d'un développement spécifique. Dans le cadre de cette analyse globale de l'action des régulateurs de marché, il convient cependant de souligner les difficultés

auxquelles sont confrontés les acteurs pour valoriser aujourd'hui les produits de titrisation qu'ils détiennent en portefeuille. L'absence d'harmonisation des méthodes alternatives à la référence au prix de marché contribue à augmenter la défiance des investisseurs et fait peser sur les valorisations des doutes qui ne sont pas favorables à une reprise du marché.

Certains s'interrogent sur la pertinence du principe comptable lui-même et de son caractère éventuellement pro cyclique.

En conclusion, la crise du *subprime* a révélé l'emballement du marché de la titrisation lié à une abondance de liquidité en recherche de placements dans un contexte de rendement faible. Elle a mis en lumière des déséquilibres macroéconomiques majeurs. Au-delà des mesures d'urgence qui ont visé à

rétablir la confiance, les régulateurs ont entamé une réflexion de plus long terme visant à restaurer la confiance dans le modèle de type « *originate to distribute* ».

Au demeurant, cette crise devrait conduire à des inflexions fortes sur certains aspects de la régulation des marchés et, en particulier, des marchés de taux. Les Ministres des finances du G7, sur la base des conclusions de l'ECOFIN, encouragent les régulateurs et les acteurs du marché à améliorer la transparence du marché notamment sur les prix et les volumes. Les États-Unis ont, dans ce domaine, pris une certaine avance en matière d'organisation d'infrastructures de *post-trading*. Au regard de ces développements, les autorités de l'Union européenne devraient reconsidérer leur position et adopter une démarche plus volontariste.