

Atelier 2 : Innovation et crise financière, rôle et avenir des produits financiers sophistiqués

Animateur :

Jian WU (Enseignant Rouen BS)

Participants :

Jung-Hyun Ahin (Enseignant Rouen BS)

Sami Attaoui (Enseignant Rouen BS)

Pierre Six : (Enseignant Rouen BS)

Tho Nguyen : (Enseignant Rouen BS)

Jacques Goyet : (Avocat d'Affaires, Promo 82)

Alain Vimard : (Banque Privée, UBS, Promo 75)

Les produits financiers sophistiqués ont connu un très fort développement depuis une vingtaine d'années et un véritable boom à partir des années 2000. Toujours plus innovants, toujours plus complexes, ils avaient pour but de rendre les financements plus attrayants pour les entreprises et avaient pour avantage une très grande flexibilité qui les rendaient facilement personnalisables en fonction des profils d'investisseurs.

L'appellation « produits structurés » englobe une grande variété de produits financiers différents. De manière générique, un produit structuré est composé d'un instrument classique (par exemple une obligation) associé à une option. Mais cette appellation se retrouve aussi souvent utilisée pour qualifier les produits issus de la titrisation.

Durant cet atelier, nous allons voir le fonctionnement de ces produits, le rôle qu'ils ont joué dans la crise financière, et les réponses qui pourraient être apportées afin de résoudre les problèmes ayant conduit à mettre le système financier au bord du gouffre en Septembre 2008.

I) Types de produits financiers sophistiqués

A) Produits à capital garanti

Ces produits garantissent à l'investisseur qu'il récupérera au moins un pourcentage préalablement défini de son capital initial. Ils se décomposent donc de la façon suivante :

> pourcentage du capital initial + composante variable (intitulée α , elle peut par exemple suivre un indice)

Ils offrent ainsi une très grande flexibilité en terme de conception du produit et peuvent facilement être adaptés en fonction du sous-jacent utilisé. En revanche, la combinaison de plusieurs options, swaps, instruments classiques rend très vite le produit très complexe et seulement compréhensible par le concepteur du produit lui-même. L'investisseur comme le vendeur risquent alors d'acheter/vendre des produits dont ils n'appréhendent pas correctement le fonctionnement et donc le risque associé.

B) Produits issus de la titrisation

Ce sont ces produits sur lesquels l'atelier va le plus s'attarder car ils sont au cœur de l'explication de la crise des subprimes.

La titrisation consiste à rassembler des actifs financiers peu liquides et à fort risque de crédit en actifs financiers liquides (qui vont pouvoir être échangés sur les marchés) et présentant un faible risque de crédit. Elle est très utile économiquement car elle permet de restructurer le bilan de l'entreprise en la désendettant tout en générant du cash par la revente de ces actifs. Ainsi une banque pourra par exemple émettre de nouveaux crédits sans détériorer ses ratios de solvabilité et donc sa stabilité économique.

En pratique, on regroupe ces actifs dans une structure spécialement créée et appelée SPV (Special Purpose Vehicle) ou FCC (Fond Commun de Placement) dont le gestionnaire est désigné au moment de la création et travaille pour les investisseurs.

Les investisseurs peuvent acheter des parts (ou tranches) de ces produits ayant chacune des rentabilités et risques associés plus ou moins importants.

Par exemple :

Tranche 1 : Taux de rentabilité de 30% mais l'investisseur éponge les pertes des premiers 5% de défaut de crédit

Tranche 2 : Taux de rentabilité de 20% mais l'investisseur éponge les pertes entre les 5 et 10% de défaut de crédit.

etc...

Quelques exemples de produits issus de la titrisation :

- ABS (Asset Backed Securities) : ce sont des titres émis par le SPV permettant d'acheter des actifs adossés à des créances clients (dans le cadre des subprimes, les crédits immobiliers américains)

- CDS (Crédit Default Swap) : il s'agit d'une sorte d'assurance permettant à l'investisseur de se couvrir en cas de défaut de crédit, l'acheteur du CDS verse tous les mois un flux d'intérêt au vendeur, en échange, celui-ci remboursera le crédit en cas de défaut de paiement

Durant l'atelier l'exemple de Pierre et Vacances dans les années 80 a été donné comme un des premiers exemples de titrisation. L'entreprise possédait de nombreux crédits sur des appartements et la titrisation lui a permis de libérer du cash tout en se désendettant.

II) Bulle immobilière aux Etats-Unis et crise financière

Aux Etats-Unis, l'investissement privé est supposé remplacer l'investissement public de l'Etat en faveur des catégories défavorisées. Ainsi les banques ont été fortement incitées à émettre le plus de crédit possible en faveur de ces populations et notamment en ce qui concerne les crédits immobiliers car l'accès à la propriété y est vu comme fondamental.

Ces crédits immobiliers se sont faits à des personnes présentant des risques de crédit de plus en plus importants et à des taux variables.

ex : NINJA Loans (No Income, No Job, No Asset), des prêts à des personnes sans actifs, ni travail)

Ils ont été ensuite titrisés et revendus sur les marchés. Jouissant d'un très bon rating de la part des agences de notations et profitant à la fois du manque de transparence du système financier et de la complexité de ces produits pour les investisseurs, ils se sont retrouvés disséminés un peu partout dans les actifs des institutions financières.

Tout le système reposait sur deux principes :

- la stabilité des taux d'intérêts de la FED (les crédits immobiliers américains étant à taux variable)

- la hausse continue du prix de l'immobilier (permettant de continuer à gagner de l'argent même en cas de défaut de crédit puisque l'investisseur peut récupérer la maison dont la valeur a augmenté)

Mais la FED a fini par relever son taux directeur tandis que la bulle sur le marché immobilier américain commençait à éclater. La montée des taux d'intérêts a provoqué des défauts de crédits de plus en plus importants qui ont atteint 15% sur les produits titrisés issus des subprimes et donc des pertes pour les investisseurs.

La dissémination de ces produits dans l'ensemble du système financier, associée à la complexité de connaître l'exposition exacte des acteurs aux pertes engendrées par la baisse du marché immobilier, ont abouti à une perte de confiance généralisée. Plus personne ne voulant acheter les actifs pouvant comprendre des parts liées aux subprimes.

Les causes de la crise sont extrêmement multiples, l'atelier a identifié quelques unes d'entre elles ayant eu une forte influence dans la mise en place et le déclenchement de cette crise.

- la complexité des produits pour les investisseurs
- le manque de transparence du système
- la bulle du crédit immobilier et le boom des CDS
- la règle de comptabilité « mark to market »
- le conflit d'intérêt des agences de notations
- le manque de régulation des hedge funds
- le besoin de rentabilité

III) Quelles solutions envisageables à ces problèmes ?

➤ La complexité des produits pour les investisseurs

La compréhension des produits financiers complexes n'est plus toujours accessible pour les investisseurs. La crise a montré qu'ils n'arrivaient plus à évaluer leur risque correctement. Il en va de même pour les régulateurs car l'évaluation et les besoins en couverture des positions prises sont de plus en plus difficiles.

Solutions proposées :

- *Jian Wu : mettre en place une méthode de classification des options exotiques et des produits structurés car ces appellations englobent beaucoup trop de produits différents*
- *Jian Wu : quantifier et illustrer de manière claire les risques compris dans ces produits et leur fonctionnement*
- *Tho Nguyen : les investisseurs devraient aussi être éduqués aux produits, c'est par exemple le cas de Deutschebank en Australie qui organise des sessions de formation sur les produits financiers qu'elle propose à ses clients.*

➤ le manque de transparence du système

Il est lié à la complexité croissante des produits financiers mais aussi à l'opacité de la finance internationale. Une grande partie des SPV sont hébergés dans des paradis fiscaux et les investisseurs ou régulateurs ne peuvent donc pas connaître avec exactitude le produit.

Solutions proposées :

- *réduire l'opacité des paradis fiscaux, standardiser et simplifier les produits financiers issus de la titrisation*
- *Sami Attaoui : il ne faut pas non plus oublier qu'une transparence totale n'est pas forcément souhaitable car l'asymétrie de l'information est nécessaire pour la mise en place d'une transaction*

➤ la bulle du crédit immobilier et le boom des CDS

Le boom des produits issus de la titrisation et particulièrement les CDS ont permis aux banques d'émettre toujours plus de crédit en prenant toujours plus de risques. En effet normalement les banques sont limitées dans leur octroi de crédit. Elles doivent notamment tenir compte du ratio Cooke qui fixe la limite de la quantité de prêts que la banque peut accorder en fonction du niveau de ses capitaux propres. La revente des crédits sur les marchés lui permet donc d'en émettre de nouveaux car ils disparaissent de son bilan.

De même, les CDS transfèrent le risque de crédit sur le vendeur du CDS et ont donc eu un effet d'entraînement important sur l'accroissement de la bulle spéculative autour des subprimes.

Solution proposées :

- *Alain Vimard : Concernant la bulle du crédit, l'idéologie américaine fait que le privé doit se substituer aux investissements sociaux de l'Etat. L'Etat Fédéral a donc fortement poussé les banques à octroyer de plus en plus de prêts immobiliers avec de moins en moins de contrôle sur la fiabilité des emprunteurs.*

- *Jung-Hyun Ahn : Concernant le manque de régulation sur la création des SPV, une possibilité serait d'inclure un ratio SPV/fond propres dans la régulation du bilan des banques afin de limiter les possibilités d'émissions de crédit.*

- *Sami Attaoui : Il n'est pas très normal que l'émetteur du crédit puisse se défaire de toute responsabilité suite à la revente sur les marchés. On pourrait par exemple obliger les banques à garder dans leur bilan une partie du risque lié aux crédits émis.*

- *des questions se posent sur l'utilité économique des CDS, alors qu'ils rajoutent de l'instabilité et sont à l'origine de pertes énormes en cas de retournement de tendance.*

(ex : AIG)

➤ la règle de comptabilité « mark to market »

Le « mark-to-market » est une norme comptable qui, dans un souci de transparence, oblige à évaluer les actifs de l'entreprise sur la base de leur valeur de marché actuelle. En temps de crise, le marché devenant bien plus irrationnel que rationnel les fluctuations de la valeur des actifs deviennent extrêmement importantes et peuvent donc amener à passer des dépréciations et provisions démesurées dans le compte de résultat.

Par exemple, durant la crise, les actifs financiers contenant de subprimes ne valaient plus rien du tout, selon cette valorisation, puisque plus personne ne voulait en acheter.

Solution proposée :

- *Jacques Goyet : Avant d'adopter cette méthode de comptabilité, la comptabilité française valorisait les actifs en fonction de leur valeur d'achat, ce qui permettait une plus grande stabilité et aurait permis de ne pas obliger les banques à passer plusieurs milliards en dépréciations d'un seul coup.*

Il faudrait trouver une méthode d'évaluation réalisant un juste milieu entre ces deux points de vue. La méthode française étant trop rigide pour les investisseurs sur le marché, la méthode mark-to-market étant trop volatile.

➤ le conflit d'intérêt des agences de notations

Le rôle des agences de notations est d'évaluer et de noter les actifs financiers afin de simplifier et de clarifier le marché pour les investisseurs. La crise financière a montré qu'elles avaient très mal rempli ce rôle en surévaluant les actifs liés aux subprimes.

Le conflit d'intérêt se situe dans le fait que les émetteurs des titres vont payer ces agences afin qu'elles les évaluent et les notent pour pouvoir ensuite les vendre sur les marchés financiers. Elles n'ont donc aucun intérêt à émettre des mauvais avis sur ces titres car elles pourraient perdre une partie importante de leurs revenus.

Solution proposée :

- *Alain Vimard : Il semble nécessaire d'avoir une réelle indépendance émetteur/agence. Ainsi la Coface s'est par exemple lancée dans ce domaine, arguant qu'elle était totalement indépendante et qu'on pouvait donc lui faire plus confiance qu'à une agence de notation classique.*

➤ le manque de régulation des hedge funds

Le système actuel repose sur le principe que les investisseurs privés assument leur risque, qu'ils vont donc d'eux-mêmes s'autoréguler afin de survivre en cas de problème et qu'ils vont donc gérer leur risque de manière rationnelle. La crise financière a montré que ça n'était pas le cas et notamment au niveau des hedge funds. Or ceux-ci bénéficient d'un statut spécial, différent de celui des institutions bancaires et sont soumis à beaucoup moins

de réglementations tandis que leur impact sur les marchés financiers est tout aussi important.

Solution proposée :

- La réglementation vis-à-vis des hedge funds doit se durcir et se rapprocher de celle du secteur bancaire. Leur propension à utiliser les paradis fiscaux devraient être bien plus réglementée car ils sont pour beaucoup dans l'opacité du système financier.

➤ le besoin de rentabilité

De manière plus générale, il y a eu à la base une course à la rentabilité voulue par les investisseurs qui a poussé les acteurs du système financier à prendre de plus en plus de risques pour répondre à cette demande et ne pas se faire noyer par manque de compétitivité.

Alain Vimard explique par exemple qu'avant la crise il avait bien du mal à justifier, vis-à-vis de ses clients, un rendement inférieur à une banque concurrente car il n'utilisait pas d'ABS issus du marché immobilier américain.

En conclusion de cet atelier, l'avenir de ces produits a été évoqué. La crise va-t-elle mettre un frein définitif à l'innovation financière ou ne va-t-elle rien changer ?

Il apparaît que la crise financière a provoqué une très forte aversion au risque chez les investisseurs, là où auparavant ils s'intéressaient avant tout à la rentabilité, ils sont maintenant extrêmement friands de produits financiers plus simples et présentant très peu de risques. La mode est donc depuis le début de l'année aux obligations d'Etat et des grandes entreprises.

A court terme, c'est donc la simplicité et la maîtrise du risque qui prédominent. En revanche, sur le long terme, la recherche de la rentabilité va revenir dès que la situation financière sera stabilisée et l'innovation financière va donc très probablement reprendre afin de répondre à cette demande.

- Sami Attaoui : il y a une vingtaine d'années, les call et les puts étaient considérés comme des instruments financiers complexes alors qu'ils nous paraissent simples aujourd'hui, on peut donc envisager que dans une dizaine d'années nous ayons une bien meilleure compréhension et maîtrise des produits structurés.

- Alain Vimard : en tant que conseiller financier, il y a une déontologie à respecter, il ne faut pas tenter de vendre absolument des produits financiers à son client mais plutôt lui donner les informations nécessaires pour qu'il puisse choisir en toute connaissance de cause.

Milharoux Guillaume