

CRISE DES SUBPRIMES LE RÉSULTAT DE L'OBSOLESCENCE RÉGLEMENTAIRE



Philippe Marini

Rapporteur général
de la commission
des finances
Sénat



Alain Gauvin

Docteur en droit
Avocat à la cour

Pour rendre la crise financière estivale plus digeste, il est facile de rechercher des bouc-émissaires : spéculateurs et agences de notation. Il serait plus judicieux d'en donner l'exacte explication : une architecture réglementaire obsolète parce que ne reflétant plus le fonctionnement du monde de la finance qui ignore toute frontière géopolitique ou réglementaire.

Les auteurs d'une tribune publiée par *The Wall Street Journal*, le 7 août dernier, ont clairement exposé les deux facteurs principaux ayant déclenché les récentes secousses estivales subies par les marchés financiers : d'une part, des crédits octroyés à des taux si bas qu'ils ne reflétaient pas la capacité réelle des emprunteurs à honorer leur dette; d'autre part, le transfert par les prêteurs traditionnels – les banques – du risque de crédit auxquelles elles sont exposées à des opérateurs non-bancaires, tenant lieu d'investisseurs, et ce, au moyen d'instruments opaques [1].

Le premier facteur ne soulève guère de difficultés et se résume à la question suivante : les professionnels du crédit disposent-ils de l'expertise et des outils pour "pricer", c'est-à-dire déterminer le juste prix des prêts qu'ils consentent à leurs clients ? La réponse est évidemment positive et si, en dépit de cette expertise avérée, ils persistent à offrir du crédit à des taux irréalistes, alors ils devraient subir les foudres de leur autorité de tutelle en raison des risques d'atteinte à l'intégrité des marchés qu'ils provoquent par une telle pratique de taux décotés.

Inversement, la croissance du cycle immobilier aux États-Unis a alimenté

« Les trois grands métiers financiers que sont la banque, l'assurance et le métier du titre se sont rapprochés autour du concept de la « marchéisation » du risque. »

le marché des crédits hypothécaires subprimes, qui ne sont pas sans rappeler les *junk bonds* des années quatre-vingt. Octroyés à des taux dirimants à des ménages potentiellement peu solvables, ces crédits ont longtemps été garantis par des actifs dont la valorisation augmentait et se sont révélés artificiellement attractifs en ménageant des premières échéances de remboursement modérées. Les autorités réglementaires américaines, FED et OFHEO (*Office of Federal Housing Enterprise Oversight*) en tête, ont identifié assez tôt la menace que représentaient ces subprimes, sans pour autant être en mesure d'enrayer leur développement.

En revanche, le second facteur – le transfert du risque de crédit du secteur bancaire à un large panel d'investisseurs en ayant recours à des outils si sophistiqués que ni les opérateurs eux-mêmes ni les autorités de tutelle n'en maîtrisent toutes les données – jette une lumière crue sur une problématique d'une tout autre dimension, non seulement technique, mais également politique : celle de l'organisation des marchés financiers.

1. L'ABSENCE DE QUALIFICATION LÉGALE DES INSTRUMENTS FINANCIERS

L'exemple du swap

■ **Un swap, dont il est communément admis qu'il est un instrument financier à terme, doit-il conserver cette qualification lorsqu'il présente un caractère indemnitaire ?**

La question peut sembler théorique, en ce que la jurisprudence n'a pas eu à la trancher à ce jour, mais engendre des conséquences pratiques considérables : qu'un juge saisi de ce swap considère, sur le

fondement de son caractère indemnitaire, qu'un tel instrument doit être requalifié en contrat d'assurance, et c'est l'existence même de ce swap qui est en jeu par le risque de nullité qu'il recèle ; de même, si la couverture offerte par ce swap, qualifié de contrat d'assurance, est accordée par une entreprise qui ne ressortit pas au secteur des assurances, un risque pénal pèse sur cette entreprise et ses

dirigeants. Cette question de la qualification juridique est d'une telle importance que nombreuses sont les autorités dans le monde à s'en être saisies : la FSA n'a pas manqué d'y réfléchir et s'est même interrogée sur la définition du contrat d'assurance [9] ; en France la Commission bancaire et le Sénat se sont également intéressés à la question [10].

qui les émet, ils sont, depuis quelques années, également utilisés afin de permettre à leur émetteur de se couvrir contre un risque. Par exemple, telle banque émettra des *credit linked notes* en vue de transférer à un tiers le risque de défaut de paiement inhérent aux prêts qu'elle accorde à sa clientèle. Telle compagnie d'assurance se réassurera au moyen de *cat bonds* pour se couvrir contre le risque de devoir indemniser ses clients au titre des préjudices résultant de catastrophes naturelles. Telle autre entreprise conclura un *swap* pour s'assurer contre les dommages que pourraient provoquer de fortes fluctuations climatiques ou pour se financer – prétextant un échange de devises, par exemple – auprès d'un établissement non autorisé à accorder des prêts. Ou encore, tel prestataire financier habillera en options les paris financiers qu'il souhaite commercialiser dans le public, afin de ne pas tomber dans le champ de l'interdiction légale sur les paris et les jeux. Dès 2001, le Forum Tripartite [4], ou Joint Forum, a relevé la porosité de la frontière entre les trois secteurs financiers – assurance, banque et titres – due à l'usage, par les professionnels de chacun de ces secteurs, des instruments traditionnellement utilisés par les autres.

■ **La commercialisation de produits financiers**

Une dernière donnée, corollaire de la précédente, réside dans le phénomène d'assouplissement des conditions de commercialisation de produits financiers de plus en plus sophistiqués traditionnellement réservés aux institutionnels, au point d'assimiler dans certains cas l'épargnant individuel à un investisseur dit "qualifié". À cet égard, en France, le décret du 16 mai 2006 est remarquable puis-

LES DONNÉES ESSENTIELLES
DU SECTEUR FINANCIER

Plus précisément, il s'agit de s'interroger sur la pertinence des principes de régulation appliqués au secteur financier dans les principaux pays développés, au regard des techniques aujourd'hui mises en œuvre par les opérateurs. Concrètement, les données essentielles de cette problématique sont les suivantes :

■ **La "marchésation" du risque**

Force est de constater que les trois grands métiers financiers que sont la banque, l'assurance et le métier du titre (plus largement, la Bourse et les instruments financiers) se sont, au cours de ces dernières années, rapprochés autour du concept de la "marchésation" du risque, au point d'ignorer les frontières tant géopolitiques que sectorielles. À titre d'exemple, on peut citer le transfert massif de risques de crédit, opéré en 2002, par les banques américaines vers les investisseurs européens, le plus souvent des entreprises d'assurances [2].

La crise actuelle illustre également avec force cette porosité des secteurs financiers par la circulation et le *packaging* du risque : la titrisation, outil

de refinancement certes bien utile, a conduit à la diffusion des risques élevés de crédit hypothécaire dans de nouveaux produits structurés, et, in fine, aux fonds d'investissement largement commercialisés (en particulier les fonds dits "monétaires dynamiques") comme aux montages de dette LBO. Les dérivés de crédit, instruments emblématiques de ces transferts de risque, connaissent ainsi un développement exponentiel depuis six ans, en particulier, dans le cadre des véhicules de titrisation et permettent non seulement de dynamiser les produits d'investissement, mais aussi d'affiner les segments de la dette. Or, sur le terrain juridique, on observe que les trois métiers financiers sont cloisonnés par la loi en trois monopoles d'exercice distincts, la législation européenne consacrant ce cloisonnement.

■ **La pratique financière s'affranchit des catégories juridiques**

La pratique financière s'affranchit de plus en plus des catégories juridiques. Ainsi, alors que, traditionnellement, les titres de créances ont pour objet de financer l'entreprise

qu'il élargit la liste des investisseurs qualifiés en y incluant certaines catégories de personnes physiques. Ainsi, un client concluant un mandat de gestion avec un établissement financier peut se voir appliquer, s'il le souhaite, le traitement réservé aux investisseurs qualifiés et, en conséquence, ne pas bénéficier de la protection habituellement accordée aux consommateurs de l'épargne.

UNE NÉCESSAIRE RÉFORME DE L'ORGANISATION RÉGLEMENTAIRE...

À la lecture de ce constat, que faire pour que le risque que se reproduise une crise financière telle que celle de cet été soit plus limité? Aujourd'hui, on pare au plus pressé. Les pouvoirs publics sont interrogés sur la question de savoir s'il convient de baisser les taux [5]. Sans doute cette question a-t-elle du sens, mais elle s'inscrit dans une démarche de court terme et ne constitue qu'une solution conjoncturelle.

Or, cette crise est d'abord le fruit du phénomène fusionnel des trois secteurs financiers ignoré par le droit. Il s'agit là d'une question de structure, d'organisation et de fonctionnement des marchés financiers qui appelle, par conséquent, une réponse de nature structurelle, à savoir une profonde réforme – pour ne pas dire, une révolution – de l'organisation réglementaire du monde de la finance, à commencer au plan national.

... DONT LES TRAVAUX SUIVRAIENT DEUX AXES

Il va de soi que cette réforme ne devrait pas avoir pour objet de revenir en arrière en compliquant le financement de l'économie. Au contraire, il s'agit d'en poursuivre l'amélioration en toute transparence pour permettre à tout un chacun et, en parti-

culier, aux autorités de tutelle, de savoir "qui fait quoi et avec quoi?". Les travaux qui fonderaient cette réforme devraient s'articuler autour de deux axes :

■ L'importance d'une autorité de tutelle unique

En premier lieu, il conviendrait de tenir compte, sur le terrain réglementaire, de la réalité du décloisonnement des trois secteurs financiers. Il n'est pas concevable que trois corps de règles distincts – la loi sur la banque, la loi sur les services d'investissement (en particulier sa dernière version, issue de la transposition de la MIF) et la loi sur l'assurance – s'appliquent distinctement, sous le contrôle de trois autorités de tutelle différentes, à des professionnels qui, même s'ils appartiennent à des monopoles différents, peuvent être considérés comme exerçant une activité similaire, celle de la gestion, du transfert et de la commercialisation du risque et, en l'occurrence, du risque de crédit.

Par conséquent, un premier pas consisterait en la création d'une autorité de tutelle unique et transversale réglementant et contrôlant, par délégation de la loi, assureurs, banques, prestataires de services d'investissement et fonds d'investissement, dès lors que ces opérateurs se livrent à l'activité de gestion et de transfert de risques.

La loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière a bien créé un comité – le Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières – dont la mission est d'être consulté sur saisine du ministre chargé de l'Économie de tout projet de texte touchant à l'assurance, à la banque et aux services d'investissement. Mais, d'une part, ce comité n'est que consultatif et, d'autre part, il ne peut

être saisi des textes entrant dans les compétences exclusives de l'AMF. Autant dire que le mérite de ce comité est principalement d'exister. On relèvera que nos voisins anglais, avec la FSA (*Financial Services Authority*), et belges, avec la CBFA (*Commission bancaire financière et des assurances*), ont exprimé une vision moins conservatrice.

■ Opacité et habillage juridique des produits d'investissement

En second lieu, il convient de s'intéresser aux instruments au moyen desquels les opérateurs concernés gèrent et transfèrent leurs risques de crédit. Ces instruments ne sont en rien condamnables car ils permettent aux entreprises de trouver plus facilement une protection que les seules garanties classiques échouent à leur offrir.

Toutefois, on ne saurait nier l'opacité de ces instruments qui résulte de deux éléments : l'absence de qualification légale de certains de ces instruments, d'une part, et le *window dressing* ou l'habillage juridique, d'autre part.

S'agissant de l'absence de qualification, il s'agit là d'une lacune qui concerne tous les instruments financiers et, plus spécialement, les instruments financiers à terme ou produits dérivés. En la matière, le régime français, modifié à plusieurs reprises au cours des dernières années, en particulier sous l'influence des directives communautaires, se contente de lister une série d'instruments dont il est dit qu'ils sont des instruments financiers à terme, sans que cette qualification procède de critères objectifs d'application générale et pérenne (encadré 1).

Concernant l'habillage juridique (ou *window dressing*), il s'agit là d'un phénomène qui illustre l'obsolescence du

“ Il conviendrait de tenir compte, sur le terrain réglementaire, de la réalité du décloisonnement des trois secteurs financiers. ”

2. HABILLAGE JURIDIQUE

La nature équivoque des dérivés climatiques

■ Cette pratique de l'habillage juridique a également fait l'objet de vigoureux échanges entre la NAIC, l'association fédérale des régulateurs d'assurance américains, et l'ISDA, l'association internationale regroupant les professionnels des produits dérivés, au sujet des dérivés climatiques (*financial weather derivatives*) [11], qui connaissent un fort développement. La NAIC a considéré que les

dérivés climatiques, en ce qu'ils fonctionnent comme des contrats d'assurance, doivent leur être assimilés. Elle fait également valoir que la qualification de contrat d'assurance préserve l'intérêt des assurés grâce une réglementation draconienne, ce qui n'est pas le cas si les dérivés climatiques sont qualifiés d'instruments financiers à terme.

cloisonnement monopolistique des trois métiers financiers. L'exercice d'habillage juridique consiste, en résumé, à faire prendre des vessies pour des lanternes. Par exemple, comme l'ont relevé la FSA et la Commission bancaire, tel opérateur "habillera" un produit d'assurance en instrument de marché financier [7] (encadré 2). Condamner cet habillage juridique est vain si l'on ne s'interroge pas préalablement sur les préoccupations auxquelles il répond. Premièrement, comme l'a observé la Commission européenne, les professionnels du risque procèdent à des "arbitrages réglementaires" (*forum shopping*) en localisant

géographiquement et en structurant leurs contrats de couverture de telle sorte qu'ils adoptent une enveloppe juridique qui emporte le moins de contraintes réglementaires possible [8]. Deuxièmement, il est beaucoup plus facile de "vendre du risque" à des investisseurs et, en particulier à des OPCVM, par le biais d'instruments financiers qu'au moyen de contrats d'assurances.

TIRER LES LEÇONS DE LA CRISE DES SUBPRIMES

En définitive, on peut toujours, pour rendre la crise financière estivale plus digeste à l'égard du grand public, clouer au pilori de confortables boucs émissaires : les spéculateurs et les agences de notation. Nul doute que cette démarche emporterait de nombreux suffrages. Néanmoins, il serait plus judicieux de mettre en exergue l'exacte explication de cette crise : une architecture légale et réglementaire obsolète parce que ne reflétant pas l'organisation et le fonctionnement du monde de la finance qui, par nécessité, ignore toute frontière géopolitique ou réglementaire. Ce monde global s'attache logiquement, plutôt qu'à la nature des instruments qu'il utilise, à leur efficacité à atteindre un objectif économiquement sain : diffuser et faire circuler le risque pour mieux en absorber le choc et, par là même, accroître la

“ Un premier pas consisterait en la création d'une autorité de tutelle unique et transversale réglementant et contrôlant banques, prestataires de services d'investissement et fonds d'investissement. ”

sécurité des financements. Ainsi, les leçons de la crise des subprimes doivent être tirées dans toute leur ampleur. Si un compartiment particulier de créances, sur le marché américain, a été à l'origine d'un mouvement généralisé de défiance, toute autre catégorie de risques, issue de quelque territoire que ce soit, peut fort bien susciter, demain ou après-demain, des effets analogues ou beaucoup plus graves... Le chemin d'une prise de conscience est sans doute encore long, mais il faut espérer qu'il ne sera pas semé de trop de crises ou de conséquences réellement significatives sur les économies réelles de nos pays. ■

[1] G. Ip et J.-E. Hilsenrath, How easy credit turned risky - Low interest rates and new financial architecture planted seeds of excess, *The Wall Street Journal*, 7 août 2007, p. 1 et 32.

[2] L'AGEFI, La pratique des dérivés de crédit a entraîné un transfert des risques des États-Unis vers l'Europe, 13 décembre 2002, p. 3.

[3] Dans son rapport annuel pour 2006 (p. 52), l'AMF cite ainsi l'European Securitisation Forum, selon lequel le montant des émissions brutes de véhicules de titrisation en Europe a triplé entre 2002 et 2006, pour atteindre 459 milliards d'euros.

[4] Le Forum Tripartite a été créé en 1996

pour, notamment, assurer une certaine pérennité des relations entre les trois organisations internationales surveillant les activités financières et des travaux entrepris par ces dernières : le Comité de Bâle, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO) et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA ou IAIS).

[5] Interview de la ministre de l'Économie, des Finances et de l'Emploi, Europe 1, 22 août 2007, édition de 18h00.

[6] Le rapport préparé par Philippe Marini pour l'examen de ce texte par le Sénat soulignait l'insuffisance de cette

concertation, et regrettait que le choix ne se fût pas porté sur une autorité de régulation financière unique.

[7] "These structures effectively provide credit derivative-like protection by underwriting credit insurance on the same terms as a credit default swap".

[8] EC, ART Market Study Final Report, ETD/99/B5-3000/C/51, 2 octobre 2000, p. 30 : "some companies will undertake "regulatory arbitrage" i.e. they will try to dress a contract up so that it is dealt with by the most sympathetic regulatory environment whether it by territory, banking, insurance or reinsurance or investment regimes".

[9] FSA, Cross-sector risk transfers - Discussion Paper, mai 2002 ; The Authorisation manual : Consultation on Draft Guidance on the identification of contracts of insurance, août 2002.

[10] CB, Gestion et transfert des risques dans les secteurs de la banque, de l'assurance et des marchés financiers, rapport annuel pour 2001, mis en distribution le 2 juillet 2002 ; commission des finances du Sénat, rapport n° 46 sur le projet de loi de sécurité financière, session 2002-2003, rendu public le 13 mars 2003, p. 374.

[11] NAIC, Research Quarterly, Winter 2004, Volume X, Issue IV, p. 44.