

Discours de clôture de la conférence de
l'**Académie**
Sciences Techniques Comptables Financières

Palais Brongniart
Mercredi 9 avril 2008

« **L'information financière et la crise des marchés**
Les nouvelles règles en matière de transparence apportent-elles
une réponse ? »

Messieurs les Présidents,
Mesdames, Messieurs,

Je vous remercie, tout d'abord, de m'avoir convié à clôturer ce colloque bienvenu sur l'information financière et la crise des marchés.

Peut-être certains seront-ils surpris si je répons, d'entrée de jeu, par la négative à la question subséquente : les nouvelles règles en matière de transparence apportent-elles une réponse ?

C'est que la crise qui a débuté au cours de l'été dernier est d'un type nouveau et que les progrès incontestables réalisés au cours des dernières années en matière de transparence ne couvrent pas, ou très marginalement, les problématiques qu'elle pose aux acteurs du marché.

Je ne m'étendrai pas sur ces progrès, sinon pour rappeler qu'ils concernent, pour l'essentiel, l'information financière délivrée par les émetteurs d'instruments financiers négociés sur les marchés réglementés. Les standards de l'OICV, largement repris et enrichis par les directives européennes « Prospectus » et « Transparence » et également appliqués dans la plupart des juridictions avancées telles que les USA, le Japon, et nombre de pays émergents en rapide évolution, ont ainsi permis de réduire au minimum les asymétries d'information qui sont le problème congénital de tout marché. Au demeurant, ceci n'est sans doute pas étranger au fait que les marchés réglementés, ou organisés, qu'il s'agisse du cash ou des dérivés, ont continué de se comporter normalement au cours des derniers mois, même s'ils ont enregistré des évolutions négatives des prix, ainsi que des volatilités élevées. A la différence de certains marchés de gré à gré, leur efficacité n'a jamais été mise en défaut, qu'il s'agisse de leur fonction de découverte des prix ou d'organisation de la liquidité des transactions.

Mais la crise que nous traversons ne concerne ni ces instruments, ni ces marchés, du moins pas directement.

Avant d'aborder la relation éventuelle entre ces événements et la problématique de la transparence de l'information financière, permettez-moi d'évoquer brièvement les origines et les caractéristiques de cette crise.

Bien qu'il y ait encore débat sur le sujet, je pense que la plupart des observateurs et des régulateurs reconnaissent aujourd'hui que l'origine première de la crise, sa condition permissive, en quelque sorte, réside dans l'excès de liquidités qui a accompagné la croissance mondiale au cours des dernières années, associée aux grands déséquilibres des échanges mondiaux, sujet qui n'a guère de rapport avec l'information financière : Jacques Rueff l'avait identifié il y a cinquante ans !

Cet excès de liquidités a provoqué le maintien de taux d'intérêt à terme particulièrement bas, cependant que les autorités monétaires, notamment aux USA, n'étaient guère préoccupées par le niveau des prix, contenu par l'impact des bas salaires des pays émergents. Le placement de ces liquidités s'est opéré, pour une part importante, dans les économies nord-américaines et de certains pays occidentaux, dans le contexte d'une activité modérée, tirée par la consommation plus que par l'investissement. Les entreprises ayant plutôt tendance à se désendetter et à racheter leurs actions, la recherche de placements rentables s'est orientée vers des secteurs tels que la construction et les restructurations d'entreprises, provoquant une forte inflation des actifs, elle-même génératrice, particulièrement aux USA, de comportements spéculatifs, d'un affadissement de l'aversion au risque et d'un dévoiement des procédures de contrôle de la qualité du crédit.

Cette évolution aurait pu se conclure par une crise bancaire classique, si elle n'avait été masquée, différée et amplifiée par un phénomène d'accélération rapide du transfert de risque hors la sphère des entités régulées, grâce à la titrisation et à sa version hyperbolique, le modèle « Originate To Distribute », ou OTD en anglais. Ce modèle s'est, en effet, développé à vive allure, sur la base d'une innovation permanente, qu'il s'agisse de la structuration des produits, de la complexité de leur nature et de leurs circuits de financement, de l'intervention massive de nouveaux acteurs, hedge funds et véhicules ad hoc et du recours à des effets de levier croissants. Cette crise est, en fait, la première crise d'une titrisation qui n'a pas correctement fonctionné et qui, pour des raisons techniques et réputationnelles, les banques ayant repris les risques dans leurs livres, est redevenue une crise bancaire de liquidité et, peut-être, de solvabilité.

Et c'est là, à mon sens, que nous retrouvons la problématique de l'information financière, mais sous un angle assez différent de celui auquel nous sommes habitués, car il ne s'agit pas de l'information requise pour le fonctionnement des marchés réglementés, sauf, j'y reviendrai, en ce qui concerne les institutions financières cotées.

Les acteurs du marché, à quelques brillantes exceptions près, n'ont pas pris conscience de l'ampleur et de la véritable nature du phénomène « OTD ». Les régulateurs et superviseurs prudeniels qui ont alerté sur certains dérapages entre 2004 et 2007, ont eux-mêmes été trompés quant à l'ampleur du phénomène, croyant que le transfert de risque était effectif et que la robustesse du système bancaire en était accrue, grâce à une dissémination du risque sur une base élargie aux investisseurs non bancaires. Les investisseurs n'ont pas pris conscience de la réalité des risques et de l'inadéquation des prix et ont cédé à la tentation de rendements supérieurs à ceux des produits « classiques ». Lorsque les prolégomènes du retournement sont intervenus, avec l'apparition de taux de défaut accrus sur le marché des « subprime », la soudaineté et la profondeur de la crise de confiance ont été à la hauteur de l'incompréhension des acteurs, associée à la pauvreté de l'information financière.

Aujourd'hui, au terme de travaux intenses des régulateurs mondiaux, coordonnés par le Forum de la Stabilité Financière, nous y voyons plus clair sur cette nouvelle problématique de la transparence et je pense que nous allons pouvoir agir en conséquence. Sans anticiper sur les conclusions du prochain G7 qui devrait délibérer sur le rapport que vient de lui remettre le FSF, je voudrais citer les principales têtes de chapitre d'une action coordonnée en matière de transparence, propre à prévenir le renouvellement de semblables dysfonctionnements, même si nous sommes conscients, avec Alan Greenspan qui est orfèvre en la matière, que les régulateurs sont structurellement en retard d'une crise...

La problématique de la transparence se pose tout au long de la chaîne de titrisation, indépendamment des disciplines d'une autre nature, telle que la gestion des risques, le calcul des besoins en fonds propres, ou le contrôle des engagements dont la mise en œuvre suppose, au demeurant, une information financière disponible et de qualité.

Les originateurs et les arrangeurs doivent délivrer une information pertinente sur la nature des sous-jacents et sur leur décomposition en tranches, aux notateurs et, via les distributeurs, aux investisseurs.

Les agences de notation doivent s'assurer de la qualité des informations qu'elles traitent, éclairer la portée de leurs notes, décrire et justifier leur méthodologie et son évolution.

Les distributeurs et les gérants d'actifs, particulièrement les gérants collectifs, doivent expliquer loyalement à leurs clients la nature exacte des actifs dans lesquels ils investissent, au regard du couple rendement-risque.

Les établissements financiers doivent expliciter les conditions exactes du traitement comptable des véhicules qu'ils utilisent, conduits et SIV, pour opérer le transfert de risque via le refinancement des instruments adossés aux actifs titrisés.

Les établissements financiers doivent rendre compte, de manière harmonisée, de leur exposition et des méthodes d'évaluation qu'ils utilisent et c'est là que la préoccupation de régulateurs prudeniels en matière de transparence rejoint celle de régulateurs de marché pour ce qui concerne les entités cotées. A cet égard, l'hétérogénéité de la communication de ces derniers mois n'a guère contribué au rétablissement de la confiance.

De manière générale, il convient d'améliorer le système international d'information qui, à partir d'infrastructures de marché et de post-marché appropriées, devrait permettre de mieux recenser les émissions primaires et de mieux suivre le marché secondaire, en termes de volumes, de prix et de détention des instruments.

Bien entendu, tout au long de la chaîne se trouve posée la question des standards de valorisation et de comptabilisation qui concernent, au premier chef, comptables et auditeurs. Je suis conscient que leur tâche n'est pas facile dans les présentes circonstances et, notamment, au regard de la première application de la norme IFRS 7.

Il est clair, cependant, que les régulateurs, et plus largement le marché, s'attendent à ce que les commissaires aux comptes procèdent, en exerçant la sagacité de leur jugement, à un audit rigoureux et précis des informations sur les risques associés aux instruments financiers. Je n'ai guère le temps aujourd'hui, ni, sans doute, la compétence pour aborder les sujets de doctrine.

Permettez-moi, néanmoins, et s'agissant des sujets de fond, quelques observations, peut-être hétérodoxes, compte tenu du climat ambiant.

Je ne pense pas qu'il convienne d'ouvrir, dans les circonstances présentes, une querelle idéologique sur le cadre conceptuel qui préside aux standards internationaux et sur la pertinence intrinsèque de la référence aux prix de marché. Nous avons maints exemples, au demeurant, de crises passées qui n'ont guère été atténuées par la référence à des prix de convenance.

Il me semble, en revanche, qu'il existe, dans les cadres actuels, des marges d'interprétation qui justifieraient une clarification urgente pour éviter une application dogmatique de la référence à des marchés dont l'efficacité est en question. Il faut aussi clarifier les conditions de détermination des méthodes d'évaluation en fonction de la négociabilité et de la durée de détention des actifs. Il faut, enfin, rendre plus transparentes les conditions de recours

aux modèles lorsqu'il n'existe pas de référence à un marché pertinent. Ce sont là des questions que doivent, à mon sens, se poser les standardisateurs comptables, et ce, aujourd'hui et sans délai.

Je pense, enfin, que la question de la procyclicalité supposée des instruments de mesure est en partie un leurre, et que la question des actions contracycliques est plus un problème de management des firmes, et/ou un problème de régulation prudentielle, l'un et l'autre soulevant, au demeurant, de délicates questions relatives au traitement fiscal d'éventuelles mises en réserve de résultat à finalité contra-cyclique et non causées par des provisions spécifiques.

Pour conclure, on voit que la question de la transparence de l'information est une question-clé pour sortir de la crise, rétablir la confiance et prévenir le renouvellement de semblables dérives. Elle ne se pose cependant pas dans les termes classiques de l'information fournie par les sociétés cotées, à raison de la spécificité des produits concernés, dits structurés et dès lors peu propices à la standardisation, et à raison de la nature des marchés concernés, marchés de gré à gré également peu propices à la régulation directe. Il faut donc encourager, en l'occurrence, une implication significative des représentants de l'industrie et un « monitoring » vigilant de leurs initiatives par l'ensemble des régulateurs, le tout dans un cadre international.

Enfin, il n'est pas inutile, même si l'on peut être sceptique sur l'efficacité de la démarche, de rappeler aux acteurs du marché les principes éternels d'une gestion prudente et raisonnable et de s'inscrire résolument en faux contre la célèbre formule de Charles Kindleberger dans son « Histoire des crises financières » : « Quand tout le monde agit follement, l'attitude rationnelle consiste à être soi-même fou ». Certaines grandes maisons ont récemment montré qu'il était plus rationnel d'être raisonnable.

Je vous remercie de votre attention.