

Troisième partie de la série de quatre articles commencée dans le numéro 194 de la revue Audit Interne (avril 2009).

L'entrée des assureurs dans la danse (3/4)



Noël **Pons**, CIA

conseiller au Service Central de Prévention de la Corruption

Les compagnies d'assurance ou « rehausseurs d'obligations » ont, à leur tour, garanti les prêts.

Les assurances assuraient, jusqu'alors, la garantie d'opérations financières concernant les collectivités (des émissions obligataires en majorité). Elles se sont engagées dans des assurances monoligne, en fait, une réassurance, qui structurellement ne se présente pas comme une véritable réassurance, puisqu'elle vient en couverture d'une opération qui n'est pas une véritable assurance. Cela nous rappelle les CDO's synthétiques qui miment, rappelons-nous, le comportement d'une obligation...

Pour comprendre ce type d'opération, il faut en revenir à l'indice ABX (abréviation de ABS index), cité dans le précédent article et aux redoutables « crédits default swaps ». Cet indice mesure la valeur d'un « panier d'ABS » émises par divers organismes.

Le système fonctionne, il permet à (c'est un dérivé) deux structures de s'accorder, de gré à gré, sur les points suivants :

- le vendeur prend en charge les pertes que l'acheteur pourra subir du fait de la défaillance d'un tiers. Le vendeur ne croit pas à la défaillance du tiers du fait de son excellente notation, ou il pense être en mesure de trouver une

contrepartie susceptible de prendre en charge tout ou partie de la perte ;

- l'acheteur verse au vendeur une prime déterminée en fonction du risque perçu au moment de l'échange. On relève l'importance de la notation à cet égard.

En fait, le risque est totalement pris en charge par le vendeur qui en cas de baisse doit assurer le règlement de la perte quel qu'en soit le montant, mais il peut lui même s'assurer contre ce risque. Ces risques sont intégrés dans le calcul des primes, et facturés. Actuellement, la quasi totalité des produits assurés faisant défaut, certaines compagnies d'assurances sont pratiquement en faillite, d'autant plus que certaines d'entre elles ont, acheté ces produits avec leurs fonds propres ou en empruntant. Pour nombre de ces structures, le capital social était bien inférieur aux valeurs assurées, ce qui entraîna une dépréciation accélérée lorsque les CDO contenant des tranches adossées à des « subprimes » se mirent à être dépréciés.

Les rehausseurs de crédits sont aussi intervenus. En principe leur activité consistait à assurer les « obligations municipales » émises par les diverses collectivités ou par des structures liées aux collectivités. Les CDO ont à leur

tour été « réassurés », le paradoxe de l'opération résultait du fait que si les « obligations municipales » avaient besoin de voir leur cotation rehaussée, les intérêts payés facturés étant moindres, les CDO disposant d'une évaluation maximale généraient un profit considérable tiré de cette évaluation faussée.

Or, une fois que la défaillance des CDO et ABS est devenue évidente, c'est la notation des assureurs et de tous les autres qui a fait l'objet d'une décote les obligeant à des réévaluations monstrueuses. De plus, les décotes affectant les « véhicules » SPE et autres, qui avaient cantonné ces opérations hors bilan (Enron nous revoilà !) sont mécaniquement remontées chez les organisateurs.

Une fois ces produits « assurés » ils ont été vendus à diverses structures dont de nombreuses banques et assurances européennes et asiatiques ou encore à des financiers d'entreprises.

Certaines structures se sont comportées comme de véritables fonds spéculatifs. Ils ont émis massivement des *swaps* sans provisionner la couverture des risques y afférents, aidés en cela par le vide juridique enveloppant les produits « dérégulés ». L'assureur a donc effectué un travail de banquier sans prendre de mesures prudentielles.

Toutes ces opérations ont généré un important flux financier sur lequel les divers prêts et avances entre structures ont été effectués, en créant des implications directes et indirectes qui réapparaissent actuellement. Les investisseurs trouvent un grand intérêt dans ces produits complexes. Ces outils risqués, mais bien évalués par les agences de notation, leurs confèrent une rémunération bien plus importante que tout autre titre. Les noms des structures garantissant ces opérations constituant une garantie solide pour tout acheteur, le caractère moutonnier des structures financières a fait le reste. Chacun voulait son « *produit subprime* » qui avait été évidemment pu être rebaptisé ou reconditionné. Les produits toxiques ont été diffusés directement ou indirectement dans de nombreuses structures, la diffusion directe se réalisant par achat direct, avec le plus souvent un prêt à la clé, les acheteurs ne disposant pas des fonds nécessaires ou trouvant plus rémunérateur d'emprunter. Cependant, l'impossibilité de remboursement fait remon-

ter la créance pourrie chez le prêteur puisque la créance de ce dernier ne sera pas payée. Ces produits ainsi que les couvertures sur ces mêmes produits ont, avec l'effet levier considérablement accru leur dangerosité.

De plus, une part de ces créances a été portée sur le marché des dérivés comme on le constatera ci-après. Ce marché protège des variations susceptibles d'altérer la valeur des créances et plus généralement permet de spéculer en utilisant l'effet levier. Ces spéculateurs peuvent être liés aux banques ou à des fonds. A partir de leur portefeuille d'actions et de la valeur de leurs actifs, ils « s'assurent » entre eux, contre tout et n'importe quoi. Il est fréquent d'acheter des valeurs sans avoir le moindre sou disponible et de vendre sans disposer du moindre titre. Ces opérations génèrent des milliards de bonus et des bénéfices considérables pour les banques¹. Ces outils se situent de plus en plus dans le domaine spéculatif et abandonnent celui de l'assurance ; ils pèsent actuellement plus de 60 000 milliards de dollars (leur montant nominal est supérieur au PIB mondial).

Dans ce secteur les fraudes sont plus élaborées², il s'agit de camouflages qui consistent à émettre des fausses déclarations destinées à désinformer ou à ne pas informer correctement les clients. Ces fausses déclarations peuvent concerner à la fois la période de croissance extrême, on l'a exposé dans le paragraphe précédent, comme la période de décroissance. C'est au cours de cette dernière que les camouflages organisés en période de croissance sont plus aisément identifiés. Ils consistent soit à lancer des informations erronées, soit à manipuler les comptes en utilisant les artifices bien connus en particulier en organisant le camouflage des pertes et des contentieux à venir.

De plus lorsqu'il s'agit de « *hedges funds* », on ne pourra pas leur opposer la transmission d'informations erronées, ils n'en donnent pas, comme le précisait Andrew Crockett, président de JP Morgan : « *Les hedges funds ne publient généralement pas de données détaillées sur leurs portefeuilles. Etant donné la vitesse de rotation de ces derniers, de telles informations ne seraient sans doute pas très pertinentes* ».

Les montages susceptibles de se révéler peuvent être internes mais aussi externes et feront intervenir les paradis

fiscaux. En fait, plus de la moitié des flux financiers inter-bancaires passent par les paradis fiscaux, c'est là que les filiales des banques sont présentes pour maximiser les gains, tout se passant alors en dehors du bilan de la maison mère

Le FBI aurait lancé récemment une enquête pour fraude sur vingt-six institutions cotées à Wall Street. L'un des buts serait d'évaluer quelle a été la responsabilité des cadres de chacune des structures dans les faillites et de savoir si ces derniers ont « accompagné » la chute de la structure.

Le passage dans les paradis fiscaux

Le passage dans les paradis fiscaux facilite le développement de spéculations sans fonds propres, par des filiales pas ou peu capitalisées et par des fonds qui, s'ils disposent bien de quelques éléments d'actifs, utilisent l'effet levier et l'emprunt pour maximiser les résultats, ce qui n'a plus de sens économique.

Les critères de définition des paradis fiscaux sont les suivants :

- ils octroient aux déposants une fiscalité faible ;
- ils pratiquent le secret bancaire ;
- ils n'échangent pas d'information avec ceux qui en font la demande ;
- ils assurent une gestion efficiente et non taxée des actifs placés.

Les paradis fiscaux sont des outils utiles pour organiser la comptabilité occulte. Au cours de cette crise, les filiales d'entreprises, banques évidemment comprises, ont pris des positions tellement risquées, tellement lucratives que ces opérations ont été officiellement cachées à leurs maisons mères. Ainsi la faillite de Northern Rock serait pour la plus grande partie causée par des engagements pris par une filiale dans l'île de Jersey³. Gageons qu'elle n'est pas la seule à avoir joué de la même manière. Ces pays dont le fondement résidait dans le camouflage de la fraude fiscale, ne sont plus depuis fort longtemps dédiés spécifiquement à cette activité. Derrière ce paraissent ils déclinent des activités bien plus dangereuses et assez souvent liées à la criminalité. Deux chercheurs ont tiré de leurs analyses ce que nous constatons tous les jours dans les faits : le caractère amoral de la finance se trans-

met, depuis ces lieux hors contrôle à l'ensemble de l'économie (Travaux de S. Strange) et les fraudes augmentent sensiblement, comme la corruption lors de la construction de bulles (Travaux de C. Kindleberger). C'est ce que les spécialistes des fraudes relèvent constamment.

Ce détour par les paradis fiscaux nous entraîne directement vers les fonds spéculatifs. Ils disposent de deux camouflages opérationnels conjoints : celui conféré par la nature même de leur structure et celui proposé par les paradis fiscaux dans lesquels ils se cachent⁴.

Les *Hedge funds*⁵, ou fonds spéculatifs ou de performance ou encore d'arbitrage, sont des fonds d'investissement privés. Ils présentent un caractère risqué car leur activité porte sur des produits risqués « *per se* », le plus souvent affectés d'un effet levier. Ils opèrent ainsi sur des montants plus importants mais le risque maximum de cet effet est multiplié.

Exemple d'effet levier : Imaginons qu'un montant de valeur 100 soit investi dans un fonds de fonds. C'est le capital total. Ensuite, le fonds emprunte 200 et investit le capital et l'argent emprunté (soit 300) dans un autre *hedge fund*.

Cet autre fonds emprunte encore 300 et investit le total (soit 600) dans une tranche de CDO (*collateralized debt obligations*) subordonnée, qui fait habituellement l'objet d'un effet de levier de facteur 10. Globalement, l'exposition totale du fonds de fonds est de 6 000 mais avec un capital à 100, soit un effet de levier de 60 fois le capital ! Avec une telle pyramide d'endettement, une baisse de 2 % de la valeur des actifs suffit à effacer la totalité du capital.

Ces fonds installés pour la plupart dans des paradis fiscaux (pour les deux tiers d'entre eux), permettent de « s'assurer » contre des risques divers et surtout de spéculer. Leur activité est indissociable des banques d'investissement, les gérants de *hedge funds* sont le plus souvent des anciens traders ou proviennent des banques d'investissement. Le bagage technique nécessaire est similaire. Jean Pierre Mustier, ancien directeur général adjoint de la Société Générale, et Alain Dubois, président du directoire Lyxor asset management donnaient une assez bonne définition de la nature de ces fonds dans « *RSF special*

Hedge Funds, avril 2007 » :

« Les hedge funds se trouvent être peu réglementés car la réglementation de la gestion d'actifs classique n'autorisait pas la vente à découvert et l'effet de levier. Ces fonds ont donc été créés en dehors des limites de la réglementation traditionnelle, dans des juridictions offshore ou en recourant à des structures juridiques telles que les partnerships aux États-Unis. Comme ils n'étaient pas réglementés, ils se sont d'abord adressés à une population d'investisseurs autorisés à les acheter, principalement des particuliers. Les institutions financières, telles que les fonds de pension et les compagnies d'assurance, constituaient 2 % des investisseurs en 2000, 38 % en 2005 et cette part atteindra probablement 50 % en 2008. Ceci entraînera un doublement de la taille du secteur de la gestion alternative dans les trois à cinq ans à venir ».

Ces derniers sont donc créés, en majorité, dans des juridictions *offshore* (en fait ils sont souvent immatriculés dans un pays et gérés dans un autre, ce qui multiplie les recours pour retarder les contrôles) en combinant des partenariats pour réaliser ce qui est prohibé dans les structures contrôlées. Trente pour cent des sommes engagées seraient apportées par des personnes privées, le reste par des fonds de fonds, sorte de regroupements d'entités de même nature, eux même composés de financeurs d'origines diverses (banques, assurances, fondations, etc.), enfin d'apports en provenance de diverses entreprises. Ces fonds sont, certes, administrés depuis Londres ou New York ; ils rapporteraient aux banques près de 40 milliards de dollars pour leur gestion, cependant, lorsqu'ils sont installés dans des paradis fiscaux hors régulation ils participent à la création d'une boîte noire, d'un marché parallèle.

En fait, à la différence des fonds installés dans les territoires contrôlés, ces structures sont totalement dérégulées⁶ ; on n'est même pas certain que les fonds propres dont ils disent disposer existent réellement. Quant à la réalité du contrôle elle est inexistante.

Leur principe d'utilisation est fondé sur l'effet de levier⁷ et sur l'utilisation des ventes à découvert. Ils interviennent ainsi sur les marchés à la hausse comme à la baisse avec les stratégies « *contrarian* ». Les gestionnaires identifient les « anomalies » du marché – absence de liquidité ou d'intervenants, légers différentiels de cours – pour

en retirer un profit. D'importantes critiques avaient été effectuées au sujet de leurs pratiques, sans effet notable. Les stratégies d'achat et de vente sont réalisées par ordinateur, obéissant parfois à des fonctions mathématiques inspirées notamment par la physique du désordre ; c'est bien le résultat obtenu. Ces stratégies ont des résultats positifs dans plus de la moitié des cas.

En fait, la pratique de ces gestionnaires revient à dissocier leurs positions du risque de marché ou de celui des valeurs sur lesquelles ils parient. Ils utilisent aussi, tout comme les banques d'investissements les méthodes dites de « *flash trading* », qui permettent à un nombre limité d'acteurs de disposer, grâce à des outils informatiques performants, d'un aperçu de la tendance des marchés avant de passer leurs ordres. Selon les détracteurs du principe, ces pratiques faussent le marché en donnant un accès privilégié à des informations que les autres n'ont pas. Selon les autres, leur interdiction gonflerait les volumes transitant par les « plates formes opaques » (« *darks pools* ») sur lesquelles il serait sans doute intéressant d'effectuer quelques commentaires dans un article qui poserait alors le problème de la transparence réelle des marchés.

Ces fonds ne disposent souvent pas de la trésorerie avec laquelle ils jouent car les engagements excèdent très largement les actifs ; ils ont été bloqués par l'assèchement des prêts octroyés par les banques d'affaires chargées de l'exécution de leurs ordres (ces dernières étant plus sévères dans le paiement de garanties sur les opérations à terme). Tous ont vendu, liquidant en catastrophe les titres pour rembourser l'argent emprunté aux apporteurs. Il est aussi possible que certains gestionnaires aient été poussés par une autre pression, celle des criminels qui ont placé leur trésorerie dans la structure. Le remboursement relève alors de l'urgence car les méthodes de recouvrement de ces derniers sont autrement plus persuasives que les mises en demeure par exploit d'huissier. ■

¹ Les bonus de 2006/2007 auraient porté sur 35 milliards de dollars ; le chiffre est cependant sujet à caution, étant éparés et dilués la totalisation est délicate à effectuer. Ils ont été, c'est la seule certitude, considérables.

² On retrouve cependant les mêmes comportements relatés plus haut, affaires entre complices, opérations hasardeuses non contrôlées car apportées de bonus accompagnées de fuites en avant comme si ces opérations constituaient la dernière occasion de s'enrichir.

³ Un VIS, appelé Granite, aurait pour son compte distribué 40 milliards de livres de créances toxiques.

⁴ Tous les « *hedges funds* » ne sont heureusement pas installés dans les paradis fiscaux.

⁵ City group et Merrill Lynch évaluent respectivement à 600 milliards de dollars et à 200 milliards les liquidités détenues par ces fonds.

⁶ Aux États-Unis une cour d'appel avait, en 2006, annulé une décision de la SEC, exigeant l'immatriculation de ces fonds auprès du régulateur.

⁷ L'effet levier est le moyen d'accroître de manière importante la valeur ou le rendement d'un investissement sans augmenter la valeur investie.