

Juin 2009

Département des Études



Risques et tendances - n°8

CARTOGRAPHIE 2009 DES RISQUES ET DES TENDANCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET POUR L'ÉPARGNE

Autorité des Marchés Financiers



Cette étude a été préparée par le Département des Etudes de l'Autorité des marchés financiers. Elle repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties. Sauf mention contraire, les données chiffrées ou autres informations ne sont valables qu'à la date de publication du rapport et sont sujettes à modification dans le temps. Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou en partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.

« Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF

SOMMAIRE

ÉDITORIAL	4
RÉSUMÉ	5
INTRODUCTION	13
L'ENVIRONNEMENT GLOBAL : 2008, ANNÉE DE TOUS LES EXTRÊMES POUR LES MARCHÉS FINANCIERS	17
LES TENDANCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS DE GROS ET LES RISQUES POUR LES INTERMÉDIAIRES, LES SOCIÉTÉS COTÉES ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	25
I - LES MARCHÉS DU CRÉDIT ET DES ACTIONS	26
1. Des marchés de dette marqués par une sélectivité accrue des investisseurs	26
2. Une dégradation de la qualité du crédit dans un contexte de ralentissement conjoncturel marqué	29
3. La liquidité du marché secondaire perturbée par la situation de crise	32
4. Marchés d'actions : les indices boursiers ont enregistré des replis historiques	33
5. Un dépeuplement des cotes découlant de la diminution du nombre d'introductions en bourse et de la hausse des radiations	36
6. Les émissions d'actions tirées par les opérations de recapitalisation dans le secteur bancaire	38
7. Des opérations de fusions-acquisitions en très net recul	40
8. Des investisseurs incités à se désengager des marchés d'actions ?	40
9. Synthèse de l'évolution des marchés financiers et des sources de risque	42
II – LES INFRASTRUCTURES DE NÉGOCIATION ET DE <i>POST</i>-MARCHÉ	45
1. Les revenus des marchés organisés pénalisés par la pression concurrentielle et les effets de la crise financière	45
2. Négociation d'actions : les prémisses d'un développement de structures de marché sur la base des exemptions à ces obligations	46
3. La structure des marchés obligataires et de dérivés de crédit mise en cause par la crise :	53
4. Les repositionnements stratégiques des intermédiaires de marché et leurs effets sur la concurrence et l'organisation des marchés	55
5. Infrastructures de <i>post</i> -marché : des avancées vers une maîtrise plus grande des risques sur les marchés dérivés de gré à gré	56
6. Les infrastructures de <i>post</i> -marché au cœur des enjeux concurrentiels et de structure des marchés	58
7. Synthèse des tendances et des sources de risque en matière d'infrastructures de marché et de <i>post</i> -marché	60
LES TENDANCES DES MARCHÉS DE L'ÉPARGNE INDIVIDUELLE ET COLLECTIVE ET LES RISQUES POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS	63
I – L'ÉPARGNE DES MÉNAGES	64
1. Les ménages plébiscitent les dépôts bancaires tandis que les autres placements financiers marquent le pas	64
2. Le poids de la gestion collective a sensiblement diminué en 2008, principalement sous l'effet de la crise financière	68
3. La détention globale d'actions a marqué le pas en 2007-2008, après quatre années de croissance au sein des patrimoines financiers	70
4. L'exposition des ménages au risque en capital, déjà limitée, s'est encore atténuée en 2008	72
5. Synthèse des comportements d'épargne des ménages en 2008 et sources de risque	74
II – LA GESTION COLLECTIVE	75
1. La crise financière se traduit par une large décollecte des <i>mutual funds</i> à l'échelle mondiale	75
2. Les fonds de gestion alternative font face à des sorties très massives	78
3. <i>Private equity</i> : la crise financière pèse lourdement sur le segment des LBO	80
4. Tendances de l'offre : la crise financière profite aux fonds cotés et favorise un renouvellement des gammes favorable aux fonds complexes	84
5. Les réorientations stratégiques des acteurs	89
6. Synthèse des tendances récentes du marché de la gestion collective et des sources de risque	91

Éditorial



Pour la troisième année consécutive, l'Autorité des marchés financiers publie une « cartographie des risques ». Exercice périlleux s'il en est car il nous expose à deux possibles reproches :

- sous-estimer, en les passant sous silence ou parce que nous ne les aurions pas détectés, des risques qui pourraient être lourds de conséquences pour les marchés et leurs acteurs ;
- sur-estimer, au contraire, la dangerosité d'un phénomène, dont nous cernerions mal les effets possibles ce qui nous amènerait, au nom du principe de précaution, à exagérer la portée.

C'est un double risque que nous devons prendre et que j'assume. En effet, pour moi, le régulateur ne peut pas se contenter de courir après les difficultés en s'efforçant, *ex post*, de corriger les dysfonctionnements ou les lacunes d'une régulation par essence imparfaite. C'est évidemment un pan essentiel de sa mission, mais il lui revient aussi, s'il ne veut pas être hémiplégique, d'interpréter les principales évolutions des marchés et des comportements des investisseurs pour y détecter, *ex ante*, les risques macro et micro-prudentiels induits.

Pour dresser cette « cartographie des risques », l'AMF ne procède pas par sondages aléatoires qui lui permettraient de vérifier de soi-disant intuitions. Il s'agit bien d'un travail méthodique de relevé des tendances sur les marchés financiers et les marchés de l'épargne assorti, chaque fois que possible, de propositions d'actions correctrices lorsque ces évolutions portent en elles les germes d'effets déstabilisants.

Evidemment, ce relevé des risques est soumis à la relecture critique de tous les acteurs de la Place dont l'éclairage est indispensable pour nuancer ici, corroborer là, l'analyse que fait le régulateur. Le document en sera d'autant enrichi et je compte sur de nombreuses réactions.

Je souhaite aussi que l'AMF développe sa mission de surveillance et d'anticipation des risques, essentielle dans la crise économique et financière que nous traversons. Les régulateurs et l'ensemble de la communauté financière doivent pouvoir disposer d'outils d'alerte précoce afin de mieux assurer la sécurité des investisseurs et favoriser un meilleur fonctionnement des marchés qui, trop longtemps, sont restés aveugles et court termistes. Dans le cadre de sa réorganisation, l'AMF se dotera d'un tel outil pour mieux identifier les risques, en liaison avec les autres régulateurs, et inspirer, plus en amont, les modifications souhaitables de comportement des intervenants financiers ou celles de réglementation jugées nécessaires.

Je vous souhaite une excellente lecture et j'espère surtout que ce document de travail suscite des échanges nourris pour que cette cartographie gagne encore en précision et en exhaustivité.



Jean-Pierre JOUYET

Résumé

➔ LES TENDANCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS DE GROS ET LES RISQUES POUR LES INTERMÉDIAIRES, LES SOCIÉTÉS COTÉES ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

La crise financière, initialement localisée au sein du système bancaire et sur le segment des véhicules de titrisation, s'est propagée en 2008 à l'ensemble de marchés financiers. En filigrane derrière ce mouvement de contagion et de corrélation accrue des différentes classes d'actifs se trouve en premier lieu la nécessité pour de nombreux acteurs de se désendetter, qui se traduit par la mise en place d'un processus autoentretenu allant des cessions d'actifs aux dépréciations généralisées des titres sur les marchés. Les interactions entre les différents marchés ont par ailleurs été renforcées par des opérations d'arbitrage et de couverture opérées par certains intervenants.

Sur les marchés de dette, la très forte aversion au risque des investisseurs et la dégradation de l'environnement macrofinancier engendrées par le grippage des processus de distribution de crédit se sont traduites par une élévation très forte des primes de risque sur l'ensemble des signatures *corporate*. La faillite de Lehman Brothers a constitué de ce point de vue un évènement charnière, conduisant à une crispation supplémentaire du marché monétaire et à une envolée des *spreads* de crédit. Ces évolutions se sont accompagnées de la faillite et/ou du sauvetage d'acteurs majeurs des marchés de dette, en particulier des agences de refinancement hypothécaire américaines et de certains assureurs *monoline*.

Au début de l'année 2009, la dégradation très forte de la conjoncture macroéconomique a continué de peser sur la qualité du crédit, et s'est traduite par des abaissements de plus en plus nombreux de la notation des dettes *corporate* en circulation sur les marchés. Dans certains pays, en particulier aux Etats-Unis, les risques pesant sur le remboursement des prêts à la consommation semblent également apparaître avec de plus en plus d'acuité, en lien avec la hausse du taux de chômage.

Les marchés d'actions ont connu des dépréciations très massives au cours de l'année 2008, le CAC40 perdant par exemple près de 43% de sa valeur. La baisse des cours boursiers touche avec une force particulière les valeurs financières, mais elle n'épargne pas les autres émetteurs du secteur industriel ou des services. Au-delà des facteurs fondamentaux liés à la chute de la profitabilité des entreprises, le recul marqué des cours boursiers résulte également de cessions de titres opérées par certains acteurs à effet de levier, forcés de liquider des actifs pour satisfaire aux demandes de rachat des porteurs ou restaurer des niveaux de solvabilité. La tendance baissière des marchés d'actions s'accompagne par ailleurs d'une volatilité sans précédent des cours boursiers, avec des valorisations d'indices pouvant enregistrer des variations à deux chiffres au cours d'une même journée. Au-delà de l'incertitude intrinsèque engendrée par le contexte de crise, cette forte volatilité a pu également découler d'une moindre capacité des banques à intervenir sur les marchés boursiers à travers leur activité de négociation pour compte propre.

En matière d'opérations financières, les marchés d'actions ont été marqués par les émissions de capital réalisées par les intermédiaires financiers afin de reconstituer leurs fonds propres. Abstraction faite de ces émissions, les appels au marché ont été très modestes. Les rachats d'actions, très importants ces dernières années aux Etats-Unis et en croissance en Europe, ont été beaucoup plus limités sur l'ensemble de l'année 2008. Les entreprises, craignant de se trouver face à des problèmes de liquidité et de financement sévères, ont certainement préféré garder un volant de liquidités significatif et un effet de levier limité plutôt que de procéder à des distributions de profits sous forme de rachats. Sans surprise, on note le repli très important des opérations de fusions-acquisitions, après des années marquées par le dynamisme des opérations de *Leveraged buyout*. Enfin, la tendance au repeuplement des cotes des principaux marchés boursiers s'est interrompue sur la plupart des places financières occidentales, dans le contexte de marché très dégradé.

Depuis l'entrée en vigueur de la directive MIF, les infrastructures de négociation d'actions ont fait l'objet d'une vive concurrence avec l'émergence des Systèmes Multilatéraux de Négociation. Souvent basés à Londres, gérant des carnets d'ordres électroniques de *blue chips*, ils se différencient principalement par la technologie d'exécution (rapidité d'exécution notamment), une tarification agressive (jusqu'à rémunérer les ordres apporteurs de liquidité) et des

solutions de *post*-marché alternatives peu onéreuses. Ces plateformes ont acquis, pour certaines, des parts de marché significatives et sont aujourd'hui nombreuses. Cependant, une nouvelle génération de plateformes tend à se développer, susceptible d'accentuer la pression concurrentielle sur les marchés établis. Opérant en effet "hors-marché" grâce à certaines exemptions ou zones d'ombre de la directive MIF, sur des structures de négociation souvent innovantes et différentes de celles des marchés traditionnels, ces *dark pools* proposent, en marge des marchés réglementés, des structures de marché de transactions de blocs ou à prix importés (*crossing*) ainsi que des systèmes de confrontation des ordres en interne par les banques. La pression qui en résulte sur le cœur de métier des bourses les pousse à accélérer les restructurations industrielles dans deux directions : celle de la consolidation pour accroître le bénéfice des économies d'échelle et celle de la diversification sur des segments de marché plus lucratifs, comme la cotation de nouveaux produits, les activités de *post*-marché en aval de la chaîne de traitement des ordres, ou encore la fourniture de systèmes et de services d'information en amont de celle-ci.

Le degré désirable de transparence sur les transactions réalisées sur les marchés secondaires d'instruments financiers reste partiellement sujet à débat. Au cours de la période récente, on a donc observé sur les marchés d'actions un développement des *dark pools* qui semble tendanciellement favorable à une réduction des exigences de transparence. A l'inverse, les dysfonctionnements observés dans le contexte de crise ont favorisé la volonté des régulateurs de marché d'accroître la transparence des transactions sur les marchés de gré à gré. Sur ces marchés, en effet, l'importance d'une transparence *post*-négociation est apparue nécessaire pour minimiser les coûts de tenue de marché (par des délais de publication des transactions appropriés) et généralement favorable à la liquidité ainsi qu'à l'évaluation et au contrôle de leur bon fonctionnement.

En matière d'infrastructures de marché, les infrastructures de *post*-marché sont revenues au premier plan dans le contexte de crise, compte tenu de leur importance dans les processus de gestion des risques, mais aussi à cause de leur rôle plus généralement structurant pour l'ensemble de l'activité de négociation. La faillite de Lehman Brothers a souligné la difficulté des intervenants à évaluer les risques de contrepartie sur les marchés dérivés de gré à gré, en particulier sur le segment des dérivés de crédit. La volonté d'améliorer les contrôles des risques a eu pour effet de raviver l'intérêt des acteurs du marché pour des solutions de compensation. Sur le marché des *Credit default swaps* (CDS), des initiatives ont été prises de part et d'autre de l'Atlantique pour renforcer la standardisation des contrats et créer des chambres de compensation capables de réduire les risques systémiques pouvant découler de l'impossibilité d'un acteur important à assumer ses engagements. Pour ce qui concerne le traitement *post*-marché des actions négociées au comptant, les nouvelles plateformes de négociation alternatives ont été à l'origine de plusieurs initiatives concurrentielles.

Ces évolutions et tendances conduisent à identifier un certain nombre de risques, en particulier :

Le risque macroéconomique de dégradation de la qualité du crédit et ses conséquences systémiques sur les marchés de dérivés

L'entrée en récession des principales économies a entraîné une détérioration généralisée de la qualité du crédit des signatures *corporate* et des inquiétudes dans certains pays quant à la capacité des ménages à honorer le remboursement de leurs prêts. Les problèmes de solvabilité et de refinancement des emprunts se présentent avec une acuité particulière pour les entreprises qui sont entrées dans la crise financière avec des niveaux de dette élevés, en particulier celles ayant fait l'objet de rachat par *Leveraged buyout* au cours de ces dernières années. Les dégradations de note massives de véhicules de titrisation de type *Collateralized loan obligations* viennent d'ailleurs appuyer ce scénario. Ces évolutions de la qualité des dettes *corporate* et ménages constituent une source de difficulté supplémentaire pour les banques, déjà pénalisées par leurs actifs « toxiques » et les véhicules de titrisation de créances immobilières encore inscrits dans leurs comptes.

Les développements à attendre dans ces différents domaines et leurs conséquences sur les marchés financiers dépendront en partie de la capacité des Etats à enrayer le processus de récession macroéconomique et à revitaliser le système bancaire et les dispositifs de crédit. Dans le contexte, pour ce qui concerne les marchés financiers, une source particulière de risque se situe du côté des marchés de dérivés de crédit, qui pourraient avoir à assumer la multiplication des « évènements de crédit » et donc à tester la robustesse des mécanismes d'assurance et d'indemnisation et des acteurs qui les sous-tendent.

Le risque de mauvaise valorisation des actifs et de manipulation de marché lié à une forte incertitude sur les bilans et certaines transactions de marché

La crise financière s'est manifestée par des évolutions de prix très marquées sur un nombre significatif de marchés. Au-delà des réajustements légitimes découlant de révisions des anticipations des investisseurs dans un climat macroéconomique très dégradé, ces mouvements brutaux de prix ont également résulté de la très forte incertitude entourant les bilans de certains intermédiaires bancaires et financiers et du manque de transparence de certains marchés de gré à gré concernant les transactions et les positions accumulées. Cette configuration, qui pourrait se prolonger dans les trimestres à venir en dépit des dispositifs de sauvegarde et de gestion de la crise mis en place par les Etats et les régulateurs, conduit à identifier des risques portant :

- sur le niveau de valorisation des actifs et de ce fait sur la qualité des allocations de portefeuille opérées par les investisseurs ;
- sur les manipulations de marché susceptibles de découler de la diffusion de rumeurs ou de l'exploitation d'asymétries d'information par des agents informés, dont les opérations sont rendues plus difficilement décelables par la forte volatilité des prix.

Le risque pour l'attractivité des marchés d'actions, en lien avec une liquidité réduite et une érosion de la population des investisseurs

L'activité sur les marchés primaires d'actions a largement pâti de la crise financière dans toutes les zones géographiques, à travers un recul marqué à la fois du nombre d'introductions en bourse et des montants de capitaux levés au cours de ces opérations. Ce mouvement s'est accompagné dans certains pays d'une progression des sorties de cote, encouragées par le niveau très bas des valorisations. En conséquence, la tendance au repeuplement de la cote qui avait pu être observée au cours des années récentes s'est interrompue sur la plupart des grandes places occidentales. Sur le marché secondaire, l'analyse des transactions pour l'année 2008 a par ailleurs témoigné d'une diminution très importante des négociations enregistrées sur les petites et moyennes valeurs, sans doute du fait d'un moindre attrait des investisseurs dans un contexte de forte incertitude entourant la sortie de crise.

La dynamique des cotes dépendra largement à l'avenir des conditions de sortie de la récession économique et de la remontée des niveaux de valorisation. Toutefois, au-delà du contexte conjoncturel, certains facteurs pourraient renforcer le risque d'une atonie plus durable des marchés d'actions, en particulier sur les segments des petites et moyennes valeurs :

- les réglementations comptables et prudentielles auxquelles sont assujettis certains investisseurs institutionnels, de même que les contraintes de liquidité des fonds de gestion collective, peuvent conduire à une érosion des investissements dans les actions d'entreprises de taille modeste, en raison de leur liquidité insuffisante et d'un niveau de risque plus important ;
- le recul de l'intermédiation financière sur les petites valeurs, déjà visible dans certains pays, pourrait être amené à se renforcer dans le contexte de reconfiguration des activités de banque d'investissement. Cet effet négatif sur la liquidité et les coûts de transaction pourrait être accentué par l'impossibilité pour les bourses de mutualiser les coûts inhérents à la cotation des petites et moyennes valeurs, en raison de la concurrence des nouvelles plateformes de négociation sur les valeurs de grande capitalisation ;
- la sortie par introduction en bourse étant rendue plus difficile, les capital-investisseurs pourraient limiter en amont leurs investissements dans les entreprises, créant par là les conditions d'un ralentissement plus durable du processus de renouvellement des cotes.

Le risque pour la liquidité lié à la fragmentation et aux conditions de transparence des marchés

Le mouvement général de désendettement imposé par la crise financière s'est matérialisé par un recul des encours gérés par les *hedge funds* et par une réduction des activités de négociation pour compte propre des banques d'investissement, consommatrices en fonds propres. Parallèlement, les possibilités ouvertes par la directive MIF se sont traduites en matière d'organisation des marchés par l'apparition de plateformes de négociation d'actions concurrentes

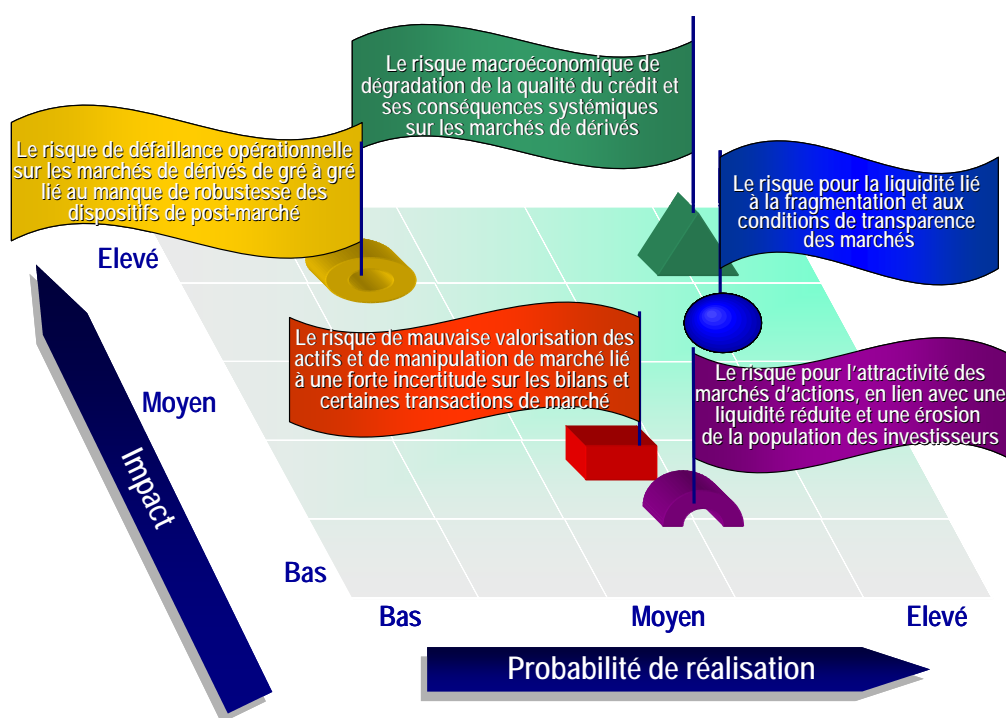
du carnet d'ordres des marchés historiques et par une fragmentation des flux de transactions. L'ensemble de ces évolutions touchant tant aux acteurs qu'aux structures de marché invite à soulever :

- le risque pour la liquidité découlant d'un recul du volume global des transactions opérées sur les différents marchés au comptant ou à terme, réglés ou de gré à gré ; on soulignera en particulier le cas du marché obligataire, dont les conditions de liquidité pourraient être significativement altérées par la révision des stratégies de négociation pour compte propre des opérateurs bancaires et le maintien de conditions de transparence limitée ;
- le risque pour la liquidité des marchés d'actions au comptant découlant de la cohabitation de systèmes de négociation différents et présentant des exigences inégales en matière d'information ; précisément, on soulignera à cet égard le risque de dégradation de la qualité du processus de formation des prix sur les marchés « de référence ».

Le risque de défaillance opérationnelle sur les marchés de dérivés de gré à gré lié au manque de robustesse des processus de *post*-marché

Les marchés de dérivés de gré à gré progressent tendanciellement à un rythme très rapide, même si la crise financière a entraîné une pause dans ce mouvement. L'innovation financière permanente dans la gestion collective constitue un facteur de soutien naturel à ces marchés. La crise du crédit et de la titrisation, de par sa gravité et ses conséquences systémiques, a entraîné une réaction forte des autorités de régulation et des acteurs de l'industrie pour sécuriser le marché des dérivés de crédit, notamment pour assurer une maîtrise plus grande des risques de contrepartie. Cependant, malgré ces avancées, les marchés de dérivés de gré à gré dans leur ensemble et celui des dérivés de crédit en particulier demeurent exposés à des risques importants, potentiellement systémiques.

LES RISQUES POUR LES INTERMÉDIAIRES, LES SOCIÉTÉS COTÉES ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



Les risques identifiés précédemment conduisent à formuler un certain nombre de pistes d'action pour le régulateur, en particulier :

- renforcer le suivi et l'analyse des risques financiers à l'échelle macroéconomique et à l'échelle des acteurs, en particulier à travers une collaboration renforcée entre les banques centrales, les autorités de régulation (bancaire, de marché et d'assurance) et les acteurs de l'industrie ;
- renforcer la surveillance de la qualité de l'information diffusée au marché par les acteurs et veiller au caractère licite des transactions financières ; dans ce cadre, étendre aux marchés de gré à gré les règles applicables aux abus de marché et les obligations déclaratives ;
- continuer d'œuvrer pour une adaptation du cadre réglementaire national et européen relatif à la cotation des entreprises de taille petite et moyenne, dans la continuité des actions déjà mises en œuvre pour renforcer l'attractivité des marchés d'actions ;
- poursuivre les efforts initiés pour apprécier les conséquences de la directive MIF sur l'efficacité du mécanisme de formation des prix et la liquidité du marché des actions, notamment à travers la mise en place d'indicateurs des coûts de transaction à la charge des investisseurs et un examen de l'homogénéité des règles applicables aux différents lieux de négociation ;
- renforcer les conditions de transparence sur les marchés primaires et secondaires de titres de dette et poursuivre les initiatives pour sécuriser les marchés dérivés de gré à gré, à travers en particulier la mise en place de solutions de compensation.

➔ LES TENDANCES DES MARCHÉS DE L'ÉPARGNE INDIVIDUELLE ET COLLECTIVE ET LES RISQUES POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS

La crise financière et ses conséquences sur l'économie réelle ont eu des répercussions importantes sur le comportement de placements des ménages français. Le recul des marchés d'actions, la baisse des taux d'intérêt sur le marché obligataire et enfin la dégradation du climat conjoncturel ont conduit les ménages à délaisser les marchés d'actifs longs et à se porter massivement sur les instruments financiers de court terme les plus liquides. Ces réallocations ont pu par ailleurs être accentuées par les acteurs bancaires eux-mêmes, soucieux de pérenniser les encours de placements présents dans leur bilan. Les dépôts bancaires ont ainsi capté 49,3% des flux de placements financiers des ménages sur l'ensemble de l'année 2008. A l'opposé, la demande d'actifs à fort contenu en actions (OPCVM actions et diversifiés, assurance vie en unités de compte) a atteint un point bas. En dépit de l'hétérogénéité des structures de placements maintes fois mise en évidence, des mouvements de même nature ont été enregistrés dans les autres pays européens.

En raison de la faible place occupée par les placements en actions cotées au sein des patrimoines financiers des ménages français, la baisse très forte des valorisations boursières n'a que modérément pesé sur la valeur globale de ces derniers. Par ailleurs, à la fin de l'année 2008, au terme de ce mouvement de baisse des marchés d'actions et en tenant compte des phénomènes de décollecte, la part des actions cotées (détenues directement ou indirectement à travers une forme de gestion collective) dans le patrimoine financier des ménages atteignait environ 11,1%, soit 5,5 points de moins qu'avant l'éclatement de la crise financière.

Les encours gérés par les véhicules de gestion collective traditionnels ont enregistré un recul significatif sur l'ensemble de l'année 2008, en raison de retraits significatifs des déposants mais surtout de performances très négatives, notamment sur certains segments de marchés, celui des actions en particulier. L'industrie de la gestion alternative, dont les encours et les performances demeuraient robustes jusqu'au début 2008, a par la suite pâti du décrochage massif des marchés d'actions et du durcissement très violent des conditions de financement des stratégies. L'effet adverse sur la performance de ces véhicules a suscité des vagues de retraits des investisseurs, alimentant de ce fait le cercle dépressif des cessions d'actifs et des baisses de prix sur les marchés. L'éclatement de l'affaire Madoff dans ce contexte dégradé sera apparu comme un élément supplémentaire de difficultés. Cette phase de retrait a mis en exergue le risque de liquidité encouru par certains véhicules, en particulier des fonds de fonds alternatifs. Les fonds de *private equity*, précisément ceux spécialisés dans le capital transmission, se sont par ailleurs trouvés dans l'impossibilité de poursuivre leurs acquisitions sous forme de *Leveraged buyouts* et certains se sont dirigés vers des formes

d'investissement éloignées de leur mission d'origine, notamment en se portant acquéreurs de titres de dette corporate dépréciés dans le contexte de crise du marché du crédit.

Dans ce panorama d'ensemble difficile pour les acteurs de la gestion collective, rares ont été les marchés qui se sont développés. On peut cependant mentionner celui des ETF (*Exchange traded funds*), qui ont continué en 2008 à capter des flux d'épargne croissants en Europe comme aux Etats-Unis. Ce marché a bénéficié du mouvement de fuite vers la simplicité d'un nombre élevé d'investisseurs.

Si la crise financière a pesé lourdement sur tous les acteurs de la gestion d'actifs, elle a éprouvé en premier lieu certains gérants de petite taille, en particulier ceux spécialisés sur des segments de marché ou des stratégies particulièrement affectés par l'assèchement de la liquidité sur les marchés financiers. Les acteurs plus importants ont dans l'ensemble pu atténuer l'impact des décollectes grâce à leur offre diversifiée de services de gestion. La recherche de solidité financière face aux risques nouveaux (de liquidité et de contrepartie notamment) et la volonté de dégager des économies d'échelle se sont matérialisées par des rapprochements capitalistiques dont certains de grande ampleur, à l'image du *joint venture* entre CAAM et SGAM. Au-delà de ces mouvements capitalistiques, la crise financière et la réduction des encours sous gestion ont pu remodeler temporairement les stratégies commerciales, en particulier en matière de distribution et de gammes de produit.

Les tendances en cours sont porteuses d'un certain nombre de risques, en particulier :

Le risque de mauvaise allocation des portefeuilles lié à un report excessif et potentiellement durable vers les actifs liquides

Depuis l'éclatement de la crise financière, les ménages ont réalloué largement leurs placements au profit des dépôts bancaires, soucieux de ne pas s'exposer à la forte volatilité et à la tendance baissière enregistrées sur les marchés boursiers. Ces décisions d'allocation prudentes, guidées à court terme par la recherche de sécurité et la mauvaise performance des marchés d'actifs longs, pourraient cependant s'inscrire dans la durée et conduire les ménages à se tenir à distance des marchés d'actions pendant une période excessivement longue, comme le suggèrent les épisodes précédents de correction à la baisse des bourses. Un tel comportement empêcherait en particulier les ménages de tirer profit de la reprise à moyen terme des cours boursiers, une fois enclenché le processus de sortie de la crise financière. Il serait également en inadéquation avec la nécessaire constitution d'une épargne longue, en particulier dans la perspective du financement des dépenses de retraite.

Le risque pour la commercialisation lié aux évolutions rapides de l'offre de produits financiers et aux conflits d'intérêts entre épargnants et distributeurs

La crise financière et les changements très importants du contexte macroéconomique se sont accompagnés d'évolutions rapides dans les comportements d'offre et de demande de produits financiers, comme en atteste par exemple dans certains pays le développement des dépôts à terme ou celui des produits structurés bancaires de type obligataire. Les politiques de distribution de produits d'épargne et la formulation des conseils d'investissement aux particuliers ont pu par ailleurs être influencées par la crise de liquidité dont ont été victimes les acteurs bancaires et par la volonté de ces derniers de préserver au sein de leurs bilans les encours d'épargne. On soulignera dans ce contexte les risques de mauvaise commercialisation découlant, soit de la maîtrise insuffisante d'une offre de produits récemment remodelée, soit de l'existence de conflits d'intérêts entre épargnants et distributeurs.

Le risque pour la transparence et la lisibilité lié à la complexité de certains fonds de gestion collective ou aux modalités de fonctionnement de leur marché secondaire

Les gammes de fonds de gestion collective se sont considérablement développées au cours de ces dernières années, dans le sens d'une complexité accrue pour les porteurs. D'une part, les fonds de gestion collective recourent de manière

croissante à des techniques de gestion sophistiquées et tendent à proposer diverses formes de structuration du risque ou l'accès à de nouvelles classes d'actifs, souvent illiquides. D'autre part, un marché secondaire des fonds cotés en bourse, organisé autour d'intermédiaires chargés d'assurer la tenue de marché, tend à se substituer aux modalités traditionnelles de rachat de parts d'OPCVM par les porteurs, gérées de gré à gré par les promoteurs des fonds. Ces traits de complexité ne sont d'ailleurs pas exclusifs. En effet, les produits complexes et difficiles à valoriser ont structurellement intérêt à se faire coter, compte tenu de leur plus faible liquidité. Ceci explique le succès de certaines gammes d'ETF complexes et pourrait présager du succès futur de certains fonds fermés.

L'accès à un spectre élargi de classes d'actifs et la gestion du risque que permet l'innovation financière peuvent apporter des bénéfices substantiels aux épargnants. Mais une telle orientation des gammes de fonds n'est pas exempte de risques. On soulignera, en particulier, des risques pour la transparence et la lisibilité liés aux différents facteurs de complexité :

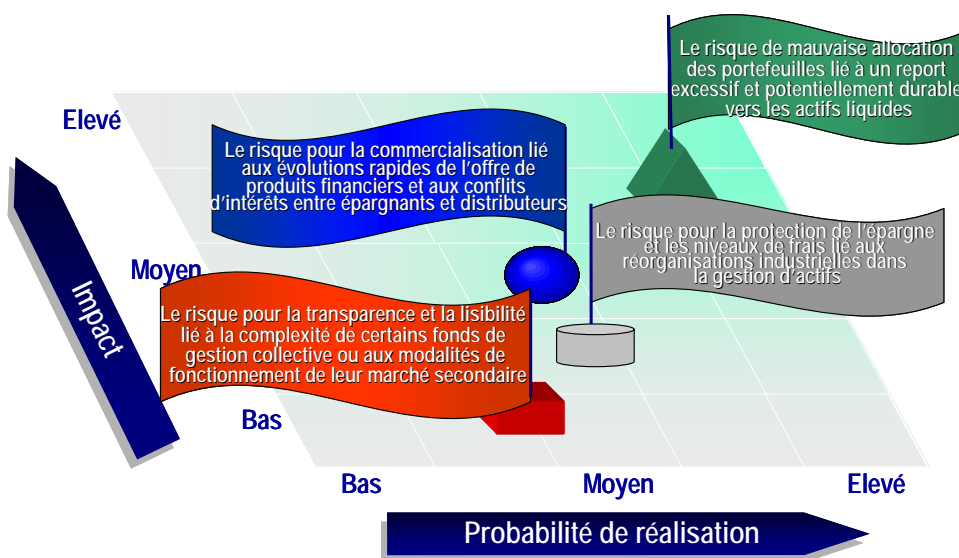
- risque de compréhension insuffisante des produits et des risques qu'ils comportent, liés à la structuration des véhicules (risques de contrepartie ou d'illiquidité des sous-jacents) ou à l'utilisation d'indices complexes, insuffisamment représentatifs ou aux performances non observables par tous les investisseurs ;
- risque de mauvaise appréciation des coûts, souvent « cachés », de structuration des produits et/ou d'intermédiation engendrés par le fonctionnement du marché secondaire.

Le risque pour la protection de l'épargne et les niveaux de frais lié aux réorganisations industrielles dans la gestion d'actifs

Anticipant l'entrée en vigueur de la directive OPCVM IV, les réorganisations industrielles du marché européen de la gestion collective se traduisent par une complexification croissante de la chaîne de valeur et par une externalisation de certaines activités de gestion ou de conservation des actifs. Ces évolutions sont bénéfiques pour les acteurs du marché dans le cas où elles permettent une diversification de l'offre de fonds ainsi qu'une rationalisation des processus de production et une spécialisation des intervenants génératrices d'économies d'échelle et de baisses de frais. Elles peuvent néanmoins être porteuses de risques pour l'épargnant :

- dès lors qu'elles se déroulent dans un contexte d'harmonisation insuffisante des régimes juridiques nationaux et donc avec des niveaux inégaux de protection des épargnants, comme l'a illustré l'affaire Madoff ;
- dès lors que le jeu effectif de la concurrence n'est pas suffisamment opérant pour permettre une complète retransmission des économies d'échelle aux porteurs de parts sous la forme d'une baisse des frais, en particulier en l'absence d'une ouverture véritable des architectures de distribution.

LES RISQUES POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS



Les risques précédents invitent à formuler les pistes d'action suivantes pour le régulateur :

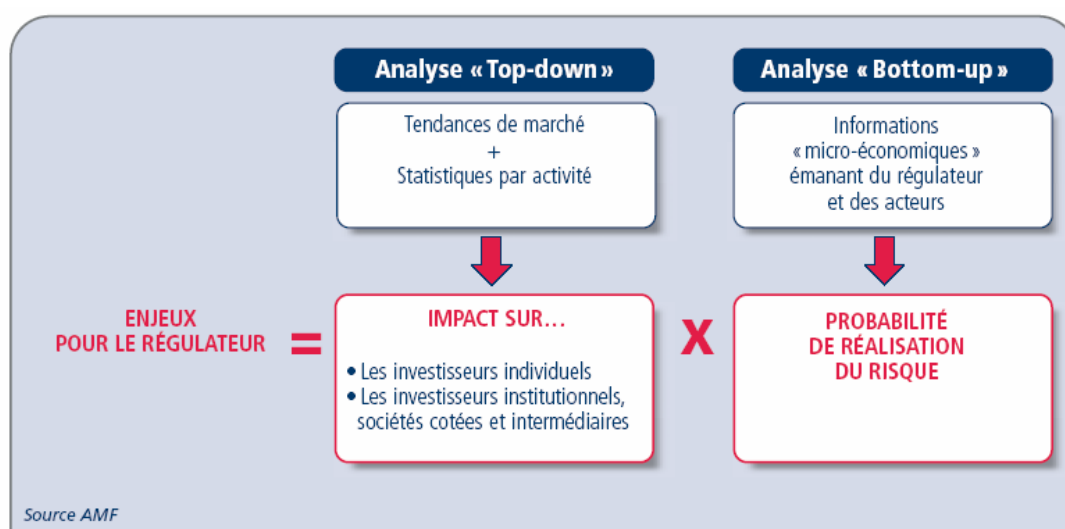
- poursuivre les efforts en matière d'éducation financière des investisseurs individuels, par exemple en renforçant les actions de formation et en étendant la diffusion de documents à vocation pédagogique aux lieux de distribution des produits financiers ;
- veiller à la bonne application du devoir de conseil et à la maîtrise des conflits d'intérêts dans les réseaux de distribution des produits d'épargne, à travers une accentuation et une harmonisation du contrôle de la commercialisation ;
- renforcer la transparence et la lisibilité des produits financiers, à travers une refonte des documents de présentation des produits de gestion collective destinés aux investisseurs et un effort d'harmonisation des règles de commercialisation applicables aux produits financiers relevant de juridictions différentes ;
- veiller à ce que les produits les plus risqués et les plus complexes demeurent réservés aux investisseurs qualifiés ;
- la perspective des réorganisations industrielles suscitées par la directive OPCVM IV invite à renforcer au niveau européen l'harmonisation des règles dans le domaine de la gestion collective afin d'éviter des localisations d'activité fondées sur des arbitrages réglementaires dommageables pour la protection des épargnants. Elle invite également à être attentif aux modalités de sous-traitance et de délégation de certaines activités.

INTRODUCTION

L'exercice de cartographie des risques réalisé annuellement par l'AMF consiste à identifier, à partir d'une analyse des tendances économiques et financières de court et de moyen terme, des risques pesant sur la sphère financière et ses principaux acteurs. Cette identification est suivie d'une hiérarchisation des risques, les éléments déterminants en la matière étant la probabilité de survenance des risques sélectionnés et leur impact potentiel sur les marchés et les acteurs concernés.

La méthodologie générale retenue consiste à analyser et à mettre en relation, pour chaque grand domaine d'intérêt, des informations d'ordre microéconomique émanant des acteurs et des régulateurs et des informations de nature macroéconomique, représentatives des tendances globales au sein des marchés de l'épargne et des marchés financiers. Le périmètre d'étude, qui correspond aux champs d'intervention du régulateur de marché, se décompose en deux principaux éléments : les marchés de l'épargne individuelle et collective et les marchés financiers de gros.

Méthode de hiérarchisation des risques par le régulateur de marché



La précédente cartographie des risques, publiée au mois d'avril 2008¹, a contribué à l'élaboration du programme de travail de l'Autorité des marchés financiers. Plusieurs chantiers ont ainsi été lancés, en lien avec les sources de risque identifiées, afin de réduire la probabilité de réalisation et l'impact potentiel de ces risques (graphiques ci-après). Trois grands domaines d'action peuvent être rappelés :

Les problématiques liées à la crise financière et la notation de crédit

L'exercice 2008 de cartographie des risques soulignait un certain nombre de risques en relation avec le contexte macroéconomique et financier et le déroulement du processus de crise financière : le risque de contagion de la crise au-delà des actifs liés aux crédits « *subprime* », le risque attaché à l'activité des agences de notation et enfin le risque de défaillance opérationnelle des systèmes *post*-marché sur les marchés de gré à gré.

Pour répondre à cet ensemble de risques, l'AMF a tout d'abord participé très activement à l'élaboration des réponses internationales à la crise, au sein d'instances comme le FSF (Forum de Stabilité Financière), l'OICV (Organisation

¹ L'exercice 2008 de la cartographie des risques est disponible sur le site Internet de l'AMF à l'adresse suivante : http://www.amf-france.org/documents/general/8289_1.pdf.

Internationale des Commissions de Valeurs) et le CESR (Committee of European Securities Regulators). Elle a ensuite contribué à la définition d'orientations pour renforcer l'architecture internationale et européenne de régulation financière, notamment en alimentant les travaux de la *task force* sur le renforcement institutionnel du CESR, en lien avec le groupe Larosière. Enfin, l'AMF a co-présidé la *task force* de l'OICV sur les marchés et produits non régulés mise en place sur la base des recommandations formulées par le G20 en novembre 2008.

Dans le domaine de la notation de crédit, l'AMF a apporté sa pierre à l'élaboration d'un nouveau cadre de régulation en assistant, sur un plan technique, le ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi dans la négociation du projet de règlement sur les agences de notation et en produisant des études et analyses et en les diffusant auprès des parlementaires européens et dans les enceintes internationales. L'AMF a également participé au sein de l'OICV à l'élaboration de recommandations concernant le respect par les agences de notation de son code de bonne conduite, par ailleurs amendé en mai 2008 dans le sens d'une transparence accrue des processus d'évaluation. Pour ce qui concerne plus globalement le risque de crédit, elle a présidé le groupe de l'OICV consacré aux *diligences* et à la fonction valorisation des gestionnaires de fonds.

Enfin, l'Autorité des marchés financiers a lancé une réflexion sur l'encadrement de certaines pratiques des intermédiaires financiers, en animant le groupe de travail domestique relatif à la réglementation des ventes à découvert et en participant au groupe CESR consacré à cette pratique.

Le bon fonctionnement et l'attractivité des marchés financiers

Dans le domaine du fonctionnement des marchés financiers, un certain nombre de risques avaient également été identifiés : le risque pour la valorisation des actifs du fait d'un manque de liquidité et de profondeur de certains marchés, le risque de fragmentation de la liquidité lié à la concurrence entre les différents systèmes et lieux de négociation, le risque d'une érosion de la cote et de perte de compétitivité des marchés réglementés et, enfin, le risque de dévoiement de la gouvernance des entreprises cotées et de manque de transparence des opérations de prise de contrôle.

En réaction à l'identification de ces sources de risque, l'AMF a travaillé à la clarification des conditions de négociation des titres, en participant activement aux travaux du CESR portant sur la transparence des marchés d'instruments de dette, les systèmes de déclaration centralisés des transactions aux régulateurs et l'organisation de la surveillance des succursales dans le cadre de l'application de la directive MIF. Elle a également participé aux réflexions portant sur un renforcement des infrastructures de *post*-marché et sur la sécurité des marchés de dérivés OTC européens, notamment dans le cadre des travaux organisés sous l'égide du Haut Comité de Place consacrés à la compensation ainsi que ceux organisés par Paris Europlace sur les infrastructures de marché. L'AMF a par ailleurs participé dans le cadre du CESR aux réflexions sur le rôle des régulateurs dans le suivi de la mise en oeuvre du code de conduite des infrastructures *post*-marché.

Dans le domaine de la gouvernance des entreprises, l'AMF a travaillé à l'amélioration de la transparence des opérations de prises de contrôle en proposant une réforme des modalités de calcul des franchissements de seuils -afin notamment d'appréhender les techniques sophistiquées utilisées par certains opérateurs pour prendre des positions économiques au capital des sociétés cotées- et des déclarations d'intention².

Enfin, l'AMF a apporté des réponses à l'érosion de la cote et aux problématiques spécifiques soulevées par la cotation des valeurs petites et moyennes et des valeurs étrangères, en créant les conditions d'une plus grande fluidité entre les différentes plateformes de cotation, en accroissant la visibilité internationale des plateformes françaises et en développant les relations bilatérales pour faciliter le développement du « cross listing » avec d'autres régions du monde.

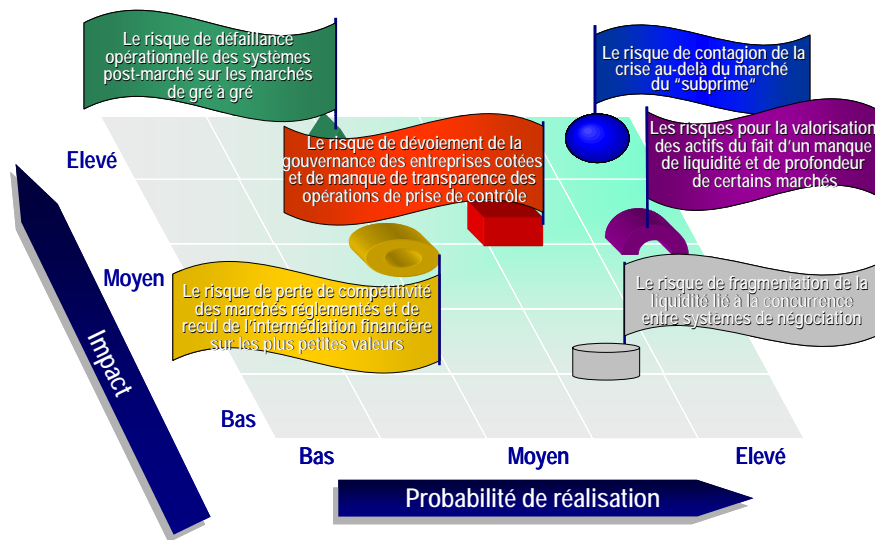
² Prise sur le fondement de la LME, l'ordonnance du 30 janvier 2009 a retenu une partie des recommandations, de niveau législatif, préconisées par l'AMF.

L'épargne et la gestion d'actifs

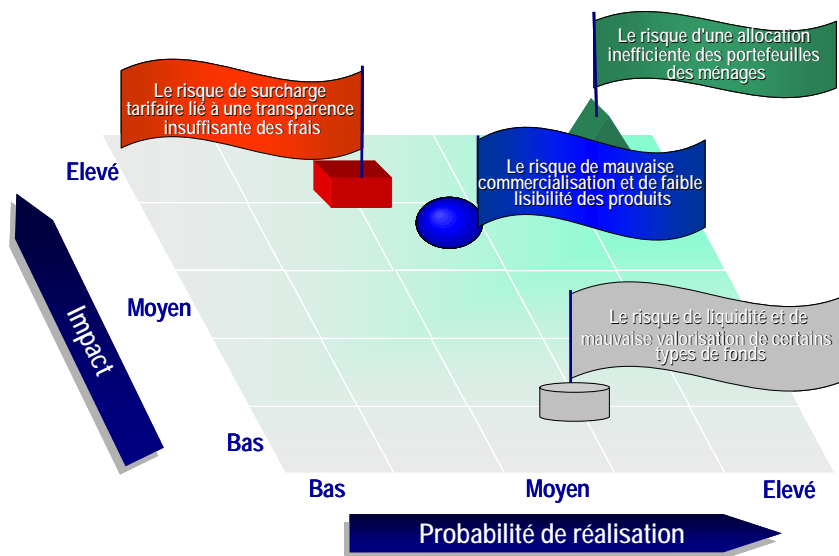
Dans le domaine de l'épargne et de la gestion d'actifs, l'exercice 2008 soulignait le risque d'arbitrage réglementaire au détriment de l'épargnant résultant de la fragmentation des cadres juridiques gouvernant les différents types de produits d'épargne, le risque de mauvaise commercialisation et de faible lisibilité de certains produits découlant de leur complexité, le risque de mauvaise allocation des patrimoines financiers des ménages et, enfin, le risque de liquidité et de mauvaise valorisation de certains types de fonds.

RAPPEL DE LA SYNTHÈSE DES RISQUES PUBLIÉE EN AVRIL 2008 :

Pour les marchés financiers de gros



Pour les marchés de l'épargne individuelle et collective



Pour faire face à ces risques, l'AMF a pris un certain nombre d'initiatives. Elle a tout d'abord participé à la rationalisation du champ de la régulation des produits d'épargne en animant, au niveau national, les initiatives pour une meilleure harmonisation des règles applicables à la commercialisation des OPCVM, des produits d'investissement structurés et des contrats d'assurance vie, ainsi qu'en contribuant à la consultation de la Commission européenne sur les règles de commercialisation des produits substituables. Pour ce qui concerne la bonne information des épargnants, l'AMF a contribué activement aux travaux du CESR en vue d'élaborer les mesures techniques de la future directive OPCVM IV en matière de document d'information clé (*Key information document*). Par ailleurs, l'AMF a participé à la consultation organisée par le ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi, qui a débouché sur l'adoption en décembre 2008 d'une ordonnance imposant la mise en place de conventions entre les producteurs et les distributeurs de produits financiers gouvernant les informations que les producteurs doivent fournir aux distributeurs afin que ceux-ci aient une bonne compréhension des produits dont ils assurent la commercialisation. Enfin, les problèmes rencontrés par certains « fonds monétaires » et l'incompréhension de certains de ces véhicules par les investisseurs ont donné lieu à la constitution d'un groupe de travail chargé de faire des propositions d'aménagement de la réglementation, que ce soit en matière de règles d'investissement des OPCVM monétaires ou en matière de règles de commercialisation et d'information des porteurs.

La prise en compte du risque de liquidité encouru par certains fonds de gestion collective a pour sa part débouché sur des modifications réglementaires, en l'occurrence l'introduction en octobre 2008 dans les OPCVM à règles d'investissement allégées (ARIA) de la possibilité de plafonner les rachats effectués par les porteurs (dispositifs de *gates*). Enfin, l'AMF a mené un certain nombre de réflexions sur l'allocation stratégique des flux d'épargne, en particulier à travers la réalisation d'études consacrées notamment à l'épargne salariale et plus largement aux comportements d'épargne à long terme.

L'exercice 2009

La « Cartographie 2009 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne » est structurée de la même façon que l'édition précédente, en trois parties. La première dresse un panorama synthétique du comportement des marchés financiers au cours de l'année 2008 et du début d'année 2009. La seconde partie présente de manière plus détaillée les tendances en vigueur sur les marchés financiers de gros et identifie des sources de risque pour les sociétés cotées, les investisseurs et les intermédiaires financiers. La dernière partie se focalise sur les évolutions des marchés de l'épargne individuelle et collective et les risques qui en découlent pour les investisseurs particuliers. Un résumé, placé au début du rapport, propose enfin une synthèse de l'ensemble de ces analyses et formule quelques pistes d'action à court et moyen terme pour le régulateur de marché.

L'ENVIRONNEMENT GLOBAL

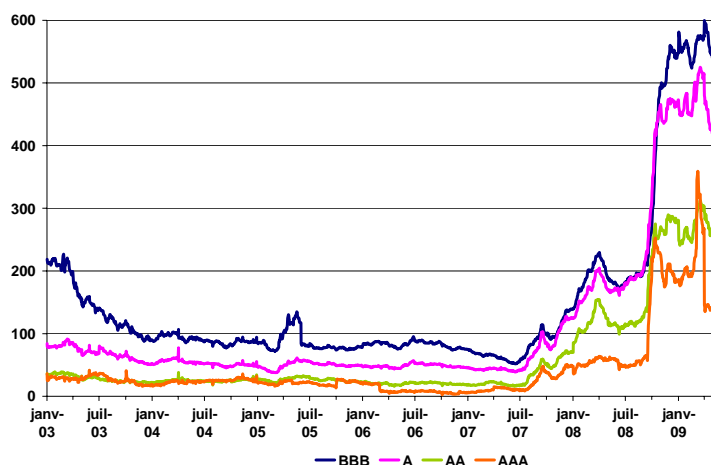
2008, ANNÉE DE TOUS LES EXTRÊMES POUR LES MARCHÉS FINANCIERS

L'année 2008 a été marquée par l'amplification et l'extension de la crise financière commencée à l'été 2007. Localisées initialement sur le marché monétaire, les difficultés concernent progressivement l'ensemble du marché du crédit, pour se propager ensuite aux marchés d'actions puis à la sphère réelle. En filigrane derrière le déroulement du processus de crise se trouve la nécessité pour de nombreux acteurs de se désendetter, ce qui se traduit par la mise en place d'un cercle autoentretenu allant des cessions d'actifs aux dépréciations généralisées des titres sur les marchés. La première partie de l'année 2009 se présente pour les marchés financiers et en particulier pour les marchés d'actions comme un prolongement difficile des tendances en vigueur jusque là. Cependant, après ce contexte très dégradé du début d'année, des signes de reprise puis de stabilisation des marchés apparaissent au printemps, l'intervention des Etats, des banques centrales et des régulateurs jouant en la matière un rôle fondamental.

Extension de la crise à l'ensemble du marché du crédit

Dépassant le seul périmètre des dettes hypothécaires américaines et européennes, les primes de risque sur les marchés du crédit enregistrent en 2008 un mouvement de hausse important, du fait de l'aversion au risque croissante des investisseurs et des craintes d'assister à une dégradation généralisée de la qualité du crédit des émetteurs *corporate* voire, même, dans certains cas, souverain (graphique 1). Cette augmentation des *spreads*, initialement contenue, franchit un palier important en septembre, dans le sillage de la faillite de Lehman Brothers. Tous les emprunteurs se trouvent alors confrontés à une hausse de leur coût de financement voire, dans certains cas, à des difficultés importantes pour se procurer les fonds nécessaires à la poursuite de leur activité. C'est en particulier le cas des banques, pour qui l'accès aux marchés de dette devient à cette époque très difficile et dont les problèmes de refinancement vont contraindre les Etats et les banques centrales à accentuer leur soutien au système financier.

Graphique 1 : Indices Iboxx des spreads de crédit (pbs)



Source : Thomson Financial

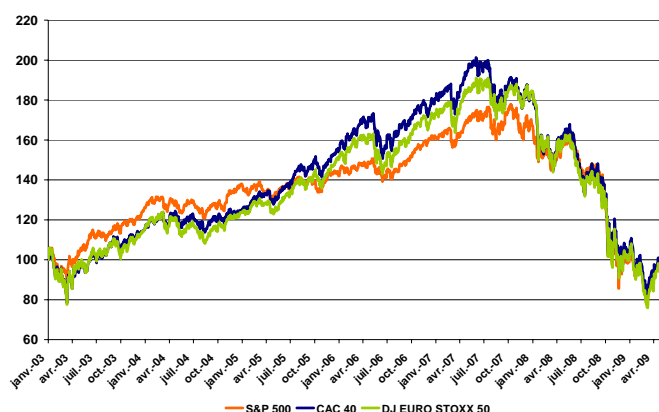
L'aggravation de la crise du marché du crédit se matérialise également par la mise en difficulté d'institutions financières non bancaires de premier plan. Les assureurs monoline, insuffisamment capitalisés et largement engagés sur le marché des véhicules de titrisation, se trouvent fragilisés par la montée des risques dans leur bilan, la dépréciation des actifs de type CDO et ABS présents dans leur portefeuille et, de manière induite, par la dégradation de leur solvabilité. Cette situation conduit d'ailleurs les agences de notation à réviser à la baisse la notation des assureurs monoline, ce qui implique pour ces derniers de devoir fournir des actifs supplémentaires en garantie des contrats en cours. Ces exigences de collateral amènent des tensions financières insupportables, conduisant plusieurs acteurs à la faillite, à l'image désormais emblématique d'AIG, sauvé par la Réserve fédérale puis nationalisé. Les agences de refinancement hypothécaires américaines Fannie Mae et Freddie Mac, elles aussi trop peu dotées en fonds propres, subissent également très lourdement la crise immobilière, à travers notamment les dépréciations enregistrées sur leurs portefeuilles de prêts hypothécaires ou de RMBS. Exerçant un rôle essentiel dans le financement hypothécaire aux Etats-Unis, leur sauvetage prend la forme d'une mise sous tutelle de l'Etat.

Des marchés d'actions en fort recul

Les marchés d'actions, qui avaient réussi à contenir dans une certaine mesure leur tendance à la baisse en 2007, entament en 2008 et jusqu'au premier trimestre 2009 un mouvement de correction qui s'avèrera d'une sévérité exceptionnelle (graphique 2). Plusieurs éléments se sont conjugués pour faire chuter dans de telles proportions les bourses mondiales. Tout d'abord, la thèse du découplage entre sphère réelle et sphère financière, assez populaire au début du déclenchement de la crise financière, a cessé d'être considérée par les investisseurs comme une thèse crédible. Une fois acquise la certitude que l'économie réelle pâtirait des difficultés rencontrées par les banques et des pertes patrimoniales subies par les différents agents économiques, les marchés d'actions se sont ajustés aux nouvelles conditions de croissance et de rentabilité anticipée des entreprises. Ensuite, certains investisseurs ou fonds de gestion collective se sont trouvés face à la contrainte d'obtenir des liquidités et de limiter le recours à l'effet de levier. Il en a résulté des ventes d'actifs parfois massives et non planifiées, accentuant un mouvement justifié par ailleurs par la dégradation des « fondamentaux ». C'est en particulier le cas des *hedge funds*, qui ont été contraints par leur *prime broker* de réviser à la baisse leur levier d'endettement et se sont vus imposer une hausse des « *haircuts* » pratiqués sur les opérations de prises en pension. L'impact négatif sur les performances des *hedge funds* de ce durcissement des conditions de financement a suscité des demandes de rachats de la part des investisseurs, venant alimenter de nouvelles cessions de titres sur les marchés.

Après avoir atteint un point bas au mois de mars 2009, les bourses ont entamé au printemps un processus de reprise. Les interventions massives des pouvoirs publics, que ce soit dans le domaine du soutien au secteur bancaire ou dans le domaine de la régulation macroéconomique, ont largement contribué à restaurer un flux acheteur sur les marchés d'actions, même si celui-ci demeurerait à cette période encore très fragile en l'absence d'éclaircissement net de l'environnement macroéconomique et financier à court et moyen terme.

Graphique 2 : Indices des marchés d'actions

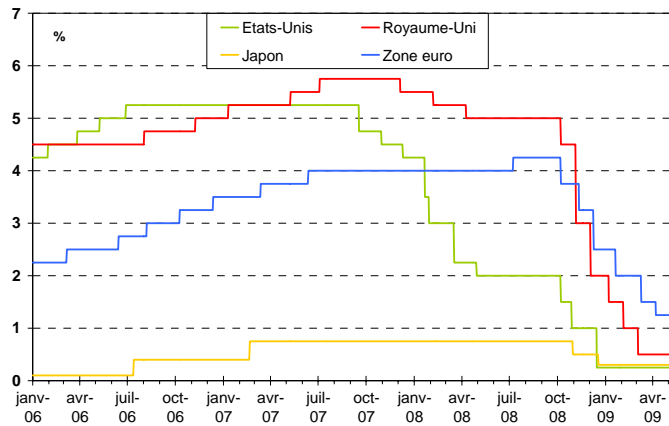


Source : Thomson Financial

Repli des taux d'intérêt sur les marchés obligataires et assouplissement des politiques monétaires

Les politiques monétaires ont connu un assouplissement considérable au cours de l'année 2008 (graphique 3). Aux Etats-Unis, les taux directeurs ont été amenés à un niveau plancher afin de soutenir l'activité économique, les marchés financiers et la rentabilité des établissements financiers via une reconstitution des marges d'intermédiation. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne a agi également dans cette direction, mais avec un décalage important par rapport à la Réserve fédérale, les tensions sur les prix à la consommation engendrées par la hausse des prix des matières premières alimentaires et énergétiques jusqu'à la fin de l'été 2008 ayant freiné l'assouplissement de la politique monétaire (voir encadré page suivante). A partir du mois d'octobre, en revanche, le mouvement de baisse des taux directeurs a été massif, ces derniers perdant 275 points de base pour terminer à la mi-mai 2009 à 1%.

Graphique 3 : Politiques monétaires : taux directeurs (%)

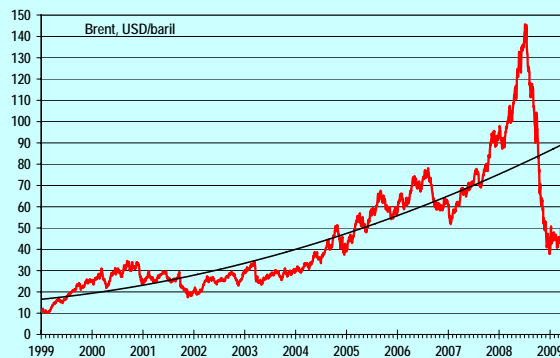


Source : Thomson Financial

Les débats autour du prix du pétrole

Les prix des matières premières et du pétrole en particulier ont connu depuis quelques années des fluctuations très marquées. Du début de la décennie jusqu'à l'été 2008, les prix du pétrole enregistrent une croissance quasiment continue et très rapide, le prix du baril de Brent atteignant un point haut, proche de 150 dollars, au mois de juillet 2008. Depuis cette date, le marché du pétrole s'est retourné violemment, avec comme corollaire un repli très massif du prix du baril au cours du premier trimestre 2009, pour ensuite repartir à la hausse.

Prix du pétrole



Source : Thomson Financial

Des analyses ont été menées pour mieux cerner les facteurs à la source de ces fluctuations importantes des prix et en particulier de leur très forte hausse jusqu'à la mi-2008. Schématiquement, deux points de vue sensiblement différents sont exprimés. Le premier met en avant le rôle des investisseurs « financiers » et tout particulièrement celui des nouveaux investisseurs indiciels, qui se portent acquéreurs d'indices de *commodities* (via des véhicules collectifs de type *Exchange traded funds* et certificats) dans le cadre d'une allocation globale de portefeuilles*. Les positions de chacun des intervenants demeurent modestes mais, compte tenu de la taille importante de ces investisseurs, ces flux d'achats, une fois agrégés, deviennent considérables relativement à la taille des marchés de *commodities*. La très forte hausse du prix du pétrole au cours de la première partie de l'année 2008 pourrait ainsi s'expliquer par un report des investisseurs sur ce marché, en réaction à la très forte dégradation des marchés d'actifs traditionnels (actions, dettes *corporate*). De la même manière, la dégrue massive des prix observée au quatrième trimestre 2008 s'inscrirait dans le cadre du mouvement de re-corrélation de tous les marchés suscité notamment par les besoins en liquidités des investisseurs et le mouvement de *deleveraging*.

La seconde argumentation met en avant le rôle des facteurs fondamentaux, sans pour autant nier la « financiarisation » de marché du pétrole**. Le marché physique du pétrole connaît un déséquilibre offre-demande important, pour des raisons bien identifiées. D'un côté, la demande de pétrole des pays émergents est dopée par une croissance économique très soutenue. D'un autre côté, la production augmente à un rythme beaucoup moins rapide. Ce déséquilibre est accentué par les politiques de subvention mises en œuvre dans certains pays émergents, qui permettent de protéger les consommateurs de pétrole face à l'augmentation des prix. Les mécanismes de marché demeurent alors inopérants, dans la mesure où la demande de pétrole (par les particuliers et les entreprises) n'est pas freinée par le jeu des augmentations de prix (absorbée par l'Etat et sa politique de subventions).

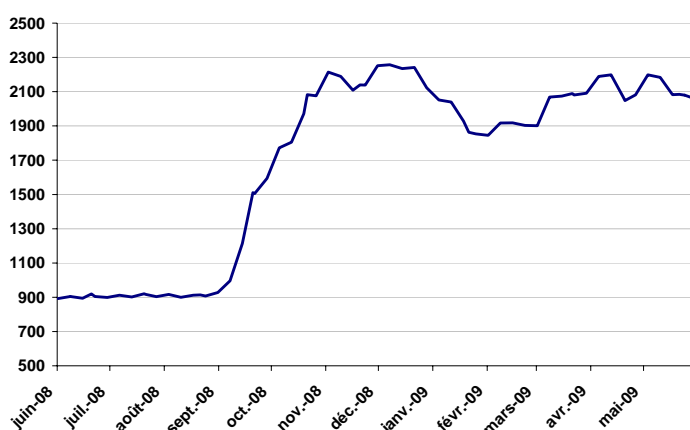
En tout état de cause, la période récente a été caractérisée par la montée en puissance sur le marché du pétrole d'investisseurs classiques, investissant pour des motifs de gestion de portefeuille et de diversification. Les conséquences précises de cette évolution sur le fonctionnement de ce marché méritent un examen approfondi.

* Cette thèse trouve une illustration dans le témoignage devant le Sénat américain de M.W. Masters, un gérant de portefeuille (http://hsgac.senate.gov/public_files/052008Masters.pdf).

** Elle est formulée par exemple dans le rapport préliminaire de l'Interagency Task Force on Commodity Markets, daté de juillet 2008 (<http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreportoncrudeoil0708.pdf>).

Parallèlement à ces actions traditionnelles sur les taux d'intérêt, les banques centrales se sont lancées dans des actions de politique monétaire très volontaristes, combinant des actions de gestion de la liquidité bancaire et, plus récemment, la mise en œuvre de mesures dites non conventionnelles. La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 et ses conséquences négatives sur le fonctionnement du marché monétaire constituent de ce point de vue un événement charnière. Les buts recherchés par les banques centrales sont, d'une part de redonner de la liquidité au système bancaire et pallier le grippage total du marché interbancaire consécutif à la faillite de la banque d'investissement, d'autre part d'assouplir les conditions de financement en vigueur dans l'économie en essayant d'agir directement sur le prix de certains actifs. Les banques centrales ont ainsi apporté en très grande quantité des liquidités aux banques, le cas échéant en étendant la liste des actifs éligibles aux opérations de prises en pension, et ont procédé pour certaines d'entre elles à des achats fermes de titres de créance ou obligataires, afin d'influencer directement l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt³. Le bilan de la Réserve fédérale et, dans une moindre mesure, celui de la Banque centrale européenne, témoignent parfaitement de ces larges injections de monnaie, avec une croissance très forte du montant total des actifs inscrits dans leur bilan (graphique 4).

Graphique 4 : Actifs de la Réserve fédérale
(en milliards de dollars)

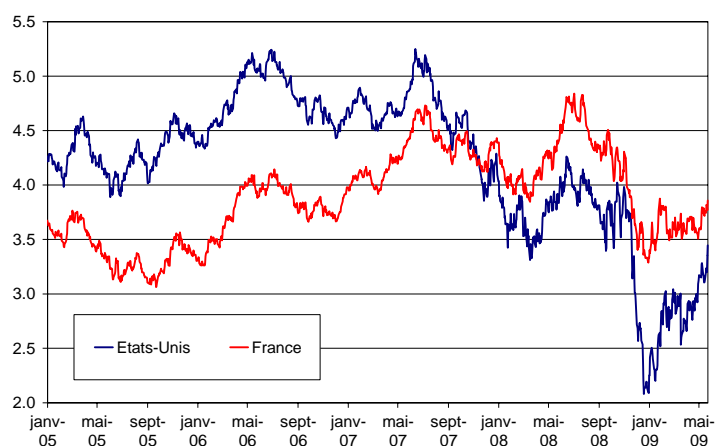


Source : Réserve fédérale

L'évolution des taux d'intérêt sur les marchés d'emprunt d'Etat dans le courant de l'année 2008 reflète celle des politiques monétaires. Elle s'est décomposée en deux phases bien distinctes (graphique 5). Jusqu'à l'été 2008, les tensions inflationnistes constituent un facteur de hausse des taux d'intérêt à long terme, d'ailleurs plus marquée en Europe qu'aux Etats-Unis. La dissipation des craintes d'un emballement généralisé des prix à la consommation, combinée à des perspectives macroéconomiques de plus en plus détériorées et à une orientation clairement expansionniste des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique, conduit par la suite les investisseurs à réallouer leurs portefeuilles massivement en direction des actifs sans risque, suscitant par ce biais un large mouvement de baisse des taux à long terme. Aux Etats-Unis, à la fin 2008, les taux sur emprunts d'Etat à 10 ans avoisinent ainsi 2%, soit un recul de près de 200 points de base par rapport au début de l'année. Dans la zone euro, le recul est beaucoup plus modeste mais néanmoins significatif, puisque s'élevant à environ 100 points de base au cours de cette même période.

³ Cf. « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire », Focus, n°4 – 23 avril 2009, Banque de France, ou « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise », O. Loisel et J-S Mésonnier, Questions actuelles, n°1 – Avril 2009, Banque de France.

Graphique 5 : Taux d'intérêt à long terme sur emprunts d'Etat (%)



Source : Thomson Financial

Le mouvement baissier des taux d'intérêt à long terme en vigueur depuis la mi-2008 a été stoppé au début de l'année 2009. La remontée des taux longs à cette période doit être reliée en partie aux conséquences prévisibles des plans de relance mis en place dans tous les pays, qui laissent présager un creusement important des déficits publics et donc un renforcement des appels au marché des Etats pour assurer leur besoin de financement.

Extension de la crise aux marchés des changes et aux systèmes bancaires de certains pays émergents

La dégradation de la conjoncture économique et financière et la très forte aversion au risque des investisseurs et des intermédiaires financiers se sont répercutées sur certaines économies émergentes, en particulier celles reposant fortement sur les financements en devises. Le recul du commerce mondial a tout d'abord dégradé les balances courantes, entraînant des pressions à la baisse sur le taux de change, ou sur les réserves de change pour les pays engagés dans un régime de change fixe, et un arrêt des entrées de capitaux. Cette perte de valeur des monnaies locales a pesé lourdement sur les agents domestiques endettés en devises, que ce soient les banques ou les entreprises, pouvant le cas échéant poser des problèmes de solvabilité.

En Europe centrale et orientale, les économies ont été particulièrement touchées par la crise financière, toutefois à des degrés divers selon les pays. Ce sont surtout les pays Baltes, confrontés à la fois à une crise de change et une crise bancaire, qui connaissent la situation la plus critique.

Les tensions sur les régimes de change, qui marquent le début de la crise financière dans les pays d'Europe centrale et orientale, ne constituent en réalité que le catalyseur d'une situation macroéconomique et financière déjà fragile mais occultée par une forte croissance de l'activité économique au cours de la période 2002-2007. Ce processus de rattrapage a conduit à une hausse sensible de la demande interne et à l'apparition d'un déficit courant, financé par des entrées de capitaux et en particulier des prêts consentis par les banques d'Europe occidentale (acquisitions de banques locales et crédits consentis aux entreprises domestiques), avec à la clé une hausse de l'endettement externe en devises. Le retournement de la confiance des investisseurs dans la solidité de l'économie de ces pays devait alors fatalement rompre cette dynamique et aboutir à une situation de *credit crunch*.

La gravité de la situation et les difficultés croissantes des principaux créanciers de ces pays (banques allemandes, italiennes, suédoises et autrichiennes) ont rendu nécessaire l'intervention des instances internationales (FMI pour l'essentiel) dans certains pays d'Europe centrale et orientale. Elle a pris la forme de prêts, dont le montant total avoisine les 80 milliards de dollars à fin mars 2009. Le tableau ci-après récapitule le montant des crédits consentis par pays.

Tableau 1 : Montant des prêts consentis par les organisations internationales aux pays d'Europe centrale et orientale (montants en milliards de dollars)

Pays	Date de l'accord	Bailleur de fonds	Montant	Conditions
Bélarus	Janvier 2009	FMI	2,5	
Hongrie	Novembre 2008	FMI, Union européenne et Banque Mondiale	25,1	Baisse des dépenses publiques
Lettonie	Décembre 2008	UE, FMI, BERD, Suède, République Tchèque, Pologne et Estonie	10	Renforcement de la solidité de la balance des paiements
Roumanie	Mars 2009	FMI, UE, Banque Mondiale, BERD	20	Réformes budgétaires
Serbie	Mars 2009	FMI	4,2	Rigueur budgétaire
Ukraine	Novembre 2008	FMI	16,4	Rigueur budgétaire
Total			78,2	

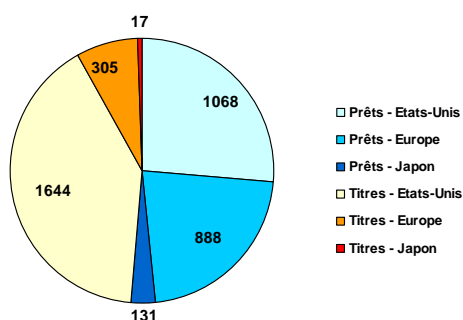
Source : FMI, Natixis, articles de presse

Des pertes pour le système financier qui avoisineraient 4000 milliards de dollars selon le Fonds monétaire international

Depuis l'éclatement de la crise financière et tout au long du processus de contagion à l'ensemble du marché du crédit, le Fonds monétaire international a réalisé régulièrement un exercice d'estimation des pertes subies par l'ensemble de la communauté financière. Ces pertes concernent les portefeuilles de créances détenus directement par les intermédiaires financiers et les portefeuilles de titres acquis sur le marché du crédit. Les dernières estimations, datées du mois d'avril 2009, font état de pertes potentielles sur la période 2007-2010 dépassant 4000 milliards de dollars. Ces pertes seraient imputables à parts à peu près égales entre les portefeuilles de prêts, pour l'essentiel immobiliers, et les portefeuilles de titres (graphique 6). Les banques, et en particulier les banques américaines, assumeraient l'essentiel de ces pertes, avec un montant estimé de « *writedowns* » s'élevant à un peu plus de 1600 milliards de dollars, contre 737 milliards pour les banques européennes⁴ (graphique 7).

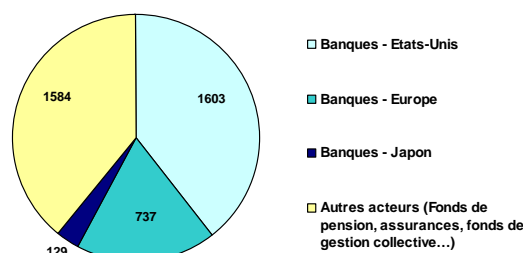
Répartition des pertes liées à la crise sur le marché du crédit (milliards de dollars)

Graphique 6 : Répartition par actifs



Source : FMI

Graphique 7 : Répartition par acteurs



⁴ Ces montants doivent toutefois être interprétés avec la plus grande prudence. En effet, il s'agit d'estimations pouvant varier assez sensiblement d'une institution à l'autre, en fonction de la méthode de calcul utilisée et des hypothèses retenues. A cet égard, la BCE publie, dans le dernier numéro de la *Financial Stability Review* (juin 2009), sa propre estimation du montant des pertes subies par les banques de la zone euro, laquelle diffère assez sensiblement de celle avancée par le FMI.

Intervention des Etats

Les difficultés très graves rencontrées par les acteurs bancaires et les risques de grippage de l'offre de crédit ont conduit les Etats à intervenir très massivement et sous des formes diverses. Globalement, les actions ont visé à empêcher les faillites bancaires et à permettre aux établissements de se refinancer sur les marchés financiers. Elles ont principalement pris les formes suivantes :

- **L'extension des dispositifs de garantie des dépôts**, afin de limiter au maximum les risques d'un « run » des déposants pour récupérer leurs avoirs, avec pour conséquence possible la faillite des établissements concernés. Dans la chronologie de la crise, il s'agit d'une des premières mesures mises en œuvre par les Etats, en réponse à la vague de retraits provoquée par les rumeurs de défaut qui avait in fine acculé à la faillite la banque britannique Northern Rock en septembre 2007. Cette extension s'est notamment caractérisée par une hausse du montant maximum des dépôts garantis. Cela a été le cas aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne. Le dispositif allemand de garantie des dépôts n'est quant à lui plus assorti d'un plafond depuis octobre 2008.
- **La garantie publique des dettes bancaires**, afin de redonner aux banques accès aux ressources nécessaires au financement de leur activité de crédit. Cet apport de liquidités à moyen terme revêt des formes différentes selon les pays. Aux Etats-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni, en Espagne et en Italie, l'Etat garantit les nouvelles émissions obligataires des banques. Dans le plan allemand par exemple, les garanties publiques sur les nouvelles émissions bancaires s'élèvent à 400 milliards d'euros, pour des maturités allant jusqu'à cinq ans. Cette garantie couvre les prêts interbancaires, les billets de trésorerie, les obligations sécurisées (Pfandbriefe) ou non. Au Royaume-Uni, la garantie de l'Etat apportée aux nouvelles dettes bancaires s'élève à 250 milliards de livres, tandis que les banques ont par ailleurs la possibilité d'échanger notamment des titres ABS (*Asset backed securities*) bien notés contre des bons du Trésor, moyennant décote et commission. En France, ce dispositif s'est concrétisé par la création d'un organisme spécifique, la Société de Financement de l'Economie Française (SFEF), chargée de lever des fonds par le biais d'émissions obligataires, afin de les prêter aux banques. La SFEF est autorisée à émettre jusqu'à 320 milliards d'euros de dette d'ici la fin de l'année 2009.
- **La recapitalisation par les Etats de nombreux acteurs de l'industrie financière**, voire leur nationalisation, afin de permettre aux banques de retrouver un niveau de solvabilité suffisant en augmentant leur ratio de fonds propres. Ceci s'est effectué de deux manières :
 - * La première consiste à **renforcer le numérateur dudit ratio** en injectant directement des capitaux dans les bilans bancaires. Ainsi, aux Etats-Unis, sur les 700 milliards de dollars constitutifs du *TARP (Troubled Asset Relief Program)*, 265 milliards de dollars ont été injectés dans le capital des banques sous forme de dettes subordonnées, d'actions préférentielles et ordinaires, en sus de recapitalisations effectuées de façon ponctuelle (nationalisation de Fannie Mae et Freddie Mac, renflouement de l'assureur AIG). Au Royaume-Uni, l'Etat s'est engagé à injecter au moins 50 milliards de livres dans le capital des banques britanniques. En France, la recapitalisation des banques, dont le montant a été initialement fixé à 40 milliards d'euros, puis revu à la baisse par la Commission européenne pour finalement s'établir à 21 milliards d'euros, est opérée via la SPPE (société de prise de participation de l'Etat), au moyen d'actions préférentielles, de dettes subordonnées et d'actions ordinaires. En Allemagne, le plan de recapitalisation s'élève à 80 milliards d'euros. Dans la plupart des cas, ces injections de capitaux sont assorties de conditions restrictives, le plus souvent relatives au non versement des dividendes aux actionnaires et à la participation de l'Etat à la gouvernance des institutions concernées. En ce qui concerne la France, l'octroi de fonds publics est subordonné au fait que les banques renflouées participent activement au financement de l'économie, en facilitant l'octroi de prêts aux ménages et aux entreprises ;
 - * la seconde s'attache à **réduire le dénominateur du ratio de fonds propres** des banques en allégeant le poids de certaines créances, principalement via le rachat de celles-ci par l'Etat ou par une structure *ad hoc*, dite de défaisance, censée libérer les banques de leurs actifs toxiques et redonner confiance aux marchés. Jusqu'à présent, cet outil est celui qui a été le moins utilisé par les gouvernements. Ainsi, aux Etats-Unis, le programme *TARP* inclut un volet de rachat des actifs « toxiques » détenus par les banques, même si l'essentiel des fonds initialement dédiés à ces rachats ont été dans les faits utilisés via des injections directes de capitaux. Fin mars 2009, les Etats-Unis lancent un programme de 500 milliards de dollars pour racheter les actifs invendables des banques américaines. En Suisse, la Banque centrale a racheté des actifs illiquides détenus par UBS pour un montant d'environ 40 milliards de dollars. Au Royaume-Uni, l'intervention publique comprend entre autres un volet de garantie des titres *ABS (Asset backed securities)*, ainsi qu'une protection contre les pertes futures concernant un ou plusieurs portefeuilles d'actifs préalablement définis.
- **Une souplesse accrue dans l'application des normes comptables**, avec en particulier la possibilité de reclassifier certains actifs afin de leur faire échapper à une valorisation en mark-to-market. Les modifications de normes comptables adoptées par la Commission européenne en octobre 2008 permettent ainsi aux entreprises de l'Union européenne de reclasser leurs « actifs détenus à des fins de transaction » dans la catégorie des « actifs détenus jusqu'à l'échéance », comme le font les entreprises américaines, afin d'éviter des dépréciations d'actifs trop brutales.

Parallèlement à ces actions de soutien direct au secteur financier, les gouvernements ont également mis en œuvre des plans de relance macroéconomique plus ou moins massifs. Par ailleurs, les autorités de régulation des marchés ont mis en place dans plusieurs pays des interdictions temporaires d'opérations de ventes à découvert sur les valeurs financières, afin de stabiliser les marchés financiers.

**LES TENDANCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS DE GROS ET
LES RISQUES POUR LES INTERMÉDIAIRES, LES SOCIÉTÉS
COTÉES ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS**

I - Les marchés du crédit et des actions

1. Des marchés de dette marqués par une sélectivité accrue des investisseurs

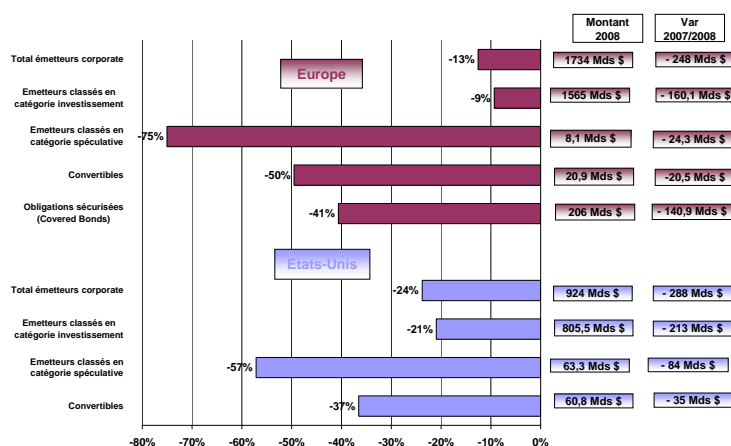
Un recul très important des émissions corporate *high yield* et une grande méfiance à l'égard des acteurs bancaires

Les évolutions récentes du marché primaire du crédit témoignent de tendances très contrastées selon le segment du marché considéré. A cet égard, l'année 2008 reflète un large mouvement de correction des excès passés et une sélectivité accrue de la part des investisseurs. La solidité financière affichée par de nombreuses entreprises, appréhendée par le niveau des profits ou des ratios d'endettement dans l'ensemble assez bas, leur ont permis d'accéder sans trop de difficultés au financement de marché, en dépit de la sévérité de la crise sur certains segments du marché du crédit et de la contagion avérée de la crise financière à la sphère réelle. Au total, sur l'ensemble de l'année 2008, les émissions corporate, tous secteurs confondus, ne reculent donc que dans des proportions finalement modérées (graphique 1). C'est aux Etats-Unis, épice de la crise économique et financière, que le recul est plus significatif (-24% par rapport à 2007), mais les montants levés se situent tout de même à 924 milliards de dollars.

Sans surprise, le repli de la demande des investisseurs en direction des titres les plus risqués et la crainte d'une détérioration de la qualité du crédit se traduisent en revanche par un recul très important des émissions *high yield*, de 75% en Europe et 57% aux Etats-Unis, soit une contraction des émissions équivalentes pour l'ensemble des deux zones à 108 milliards de dollars⁵. Les obligations convertibles, délaissées par les émetteurs et les investisseurs depuis 2004, ne sont pas parvenues à tirer profit de la forte volatilité des marchés d'actions consécutive à la situation de stress causée par la crise financière, généralement de nature à susciter l'intérêt pour ce type d'actif.

Les statistiques pour le début de l'année 2009 suggèrent que cette forte discrimination au sein du marché obligataire est encore en vigueur de part et d'autre de l'Atlantique, avec des émissions de titres de qualité supérieure (*investment grade*) qui ont tendance à se renforcer et au contraire une capacité très limitée des investisseurs à absorber les titres *corporate* les plus spéculatifs⁶.

Graphique 1 : Variation 2008/2007 des émissions d'obligations *corporate* en Europe et aux Etats-Unis



Source : Bloomberg

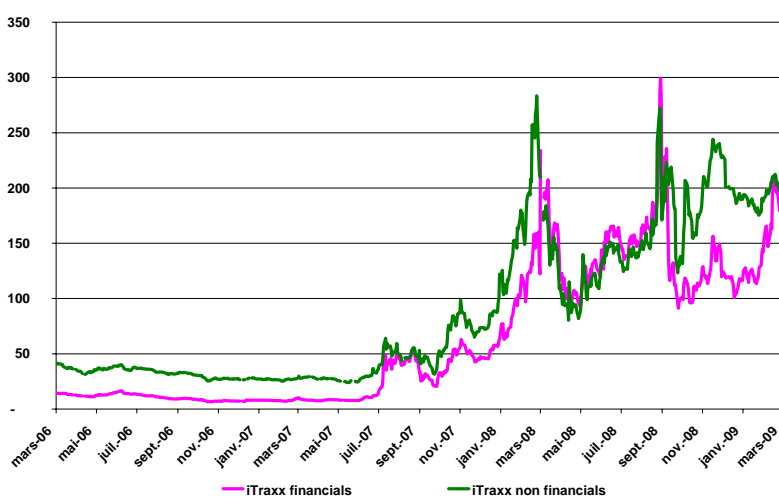
⁵ Aux Etats-Unis, aucune émission d'obligation *high yield* n'a été enregistrée au quatrième trimestre 2008.

⁶ Les données les plus récentes portant sur le mois de juin 2008 suggèrent toutefois une certaine reprise sur le marché des obligations *high yield*.

Depuis le début de la crise financière, les banques américaines et européennes se trouvent face simultanément à des problèmes de liquidité et des problèmes de solvabilité liés à l'érosion de leurs fonds propres. Elles doivent gérer les pertes liées au marché immobilier américain, que celles-ci découlent directement des prêts détenus dans leur bilan ou de titres obligataires émis par les véhicules de titrisation, ainsi que les dépréciations sur une gamme plus large de créances et de titres suscitées par l'extension de la crise financière à l'ensemble de la sphère réelle. Les craintes sur la solidité financière des banques induites par cette dynamique défavorable se sont répercutées sur leur capacité à lever de la dette sur les marchés et sur le coût de ces financements, à travers une élévation très forte des primes de risque exigées par les investisseurs (graphique 2). Cela s'est traduit par une contraction des émissions obligataires réalisées par les banques de part et d'autre de l'Atlantique. Les *Covered bonds*, qui bénéficient pourtant d'un haut niveau de protection découlant de leur adossement à un pool d'actifs, ont d'ailleurs également pâti dans les pays où ce type d'instruments de financement est utilisé (principalement en Allemagne), de la situation difficile des établissements bancaires et de la dégradation des marchés immobiliers, leurs émissions reculant de -41% sur l'ensemble de l'année 2008.

La fermeture du marché de dette pour les émetteurs bancaires se présente avec une acuité particulière après la faillite de Lehman Brothers au mois de septembre 2008. Les statistiques de la Banque centrale européenne montrent ainsi qu'au cours du dernier trimestre 2008, les remboursements de dette par les institutions financières monétaires ont largement excédé leurs émissions nouvelles, cette situation exceptionnelle conduisant à des émissions nettes négatives. Les politiques de soutien mises en place par les pouvoirs publics et les banques centrales pour venir en aide au système bancaire et en particulier la mise en place de garanties publiques, vont avoir en la matière un rôle déterminant, en permettant une « réouverture » du marché des capitaux au début 2009 et un dégonflement des primes de risque, même si ces dernières demeuraient à la fin du mois de mars à un niveau encore élevé⁷. Dans la zone euro, la décision prise au printemps 2009 par la Banque centrale européenne de se lancer dans des achats directs de titres de dette sécurisés de type *covered bonds* devrait par ailleurs permettre à ce segment spécifique du marché obligataire de repartir à la hausse.

Graphique 2 : Marchés des CDS : primes de risque (pb)

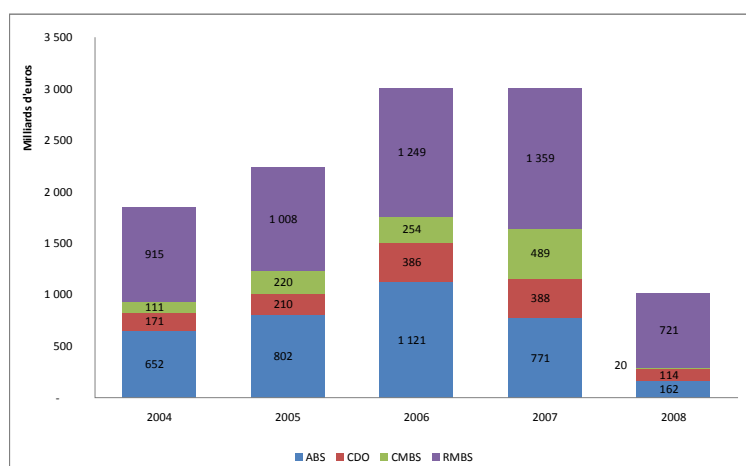


Source : Thomson Financial

⁷ Voir la Bulletin mensuel de la BCE daté du mois d'avril 2009. L'intervention des Etats ne va pas toutefois sans poser un certain nombre de questions aux investisseurs et elle soulève finalement pour eux un certain nombre de risques. En particulier, les prises de participations de l'Etat dans les banques peuvent s'accompagner de restructurations dommageables pour certains détenteurs obligataires (Cf. « Uncertainty mounts over outstanding bank bonds », Financial Times, 24 février 2009).

L'activité de titrisation est pour sa part demeurée atone, prolongeant le scénario en vigueur depuis l'éclatement de la crise du *subprime*. Dans un contexte de très forte incertitude sur la nature des actifs sous-jacents et la qualité des dettes émises, notamment du fait d'une très forte instabilité des notations des agences, les opérations de titrisation ont enregistré en 2008 des reculs très importants (graphique 3). Logiquement, ce sont les véhicules les plus complexes qui ont subi les plus forts reculs, le marché n'acceptant plus que les produits les plus simples et standardisés. Ainsi, les émissions de CDO sont tombées en 2008 à environ 110 milliards d'euros, contre près de 390 milliards en 2007. Les émissions de RMBS ont quant à elles été soutenues en Europe par leur utilisation comme collatéral dans le cadre des opérations de refinancement des banques mises en place en particulier par la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre.

Graphique 3 : Emissions de véhicules de titrisation au niveau mondial
(milliards d'euros)



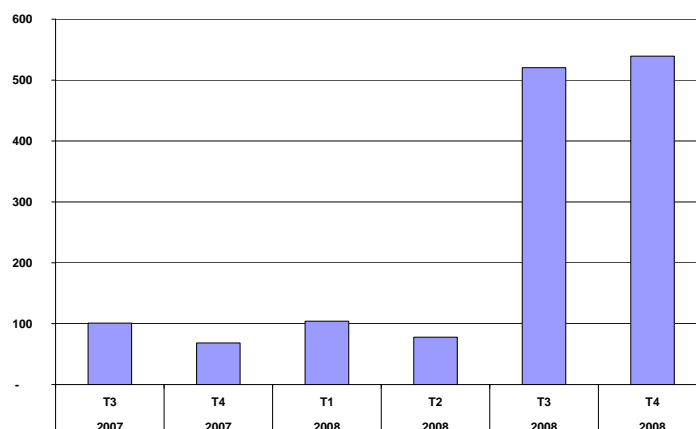
Source : Bloomberg

Ces évolutions sur les marchés de titres de dette se retrouvent largement dans le domaine des prêts syndiqués. L'impossibilité pour les banques de refinancer les prêts accordés via la titrisation ou, au contraire, de garder les créances dans leur bilan en raison d'une insuffisance de fonds propres, ont mis un coup d'arrêt brutal à ce type de financement (-64% aux Etats-Unis et -46% en Europe en 2008). Ce repli des émissions de prêts bancaires est allé de pair avec l'arrêt des opérations d'acquisition sur le marché des actions et en particulier au tarissement des opérations de *leveraged buyouts* mises en œuvre par les fonds de *private equity*, qui avaient constitué par le passé un facteur de progression important des dettes à risque.

Une très forte augmentation des émissions de titres de dette par les Etats

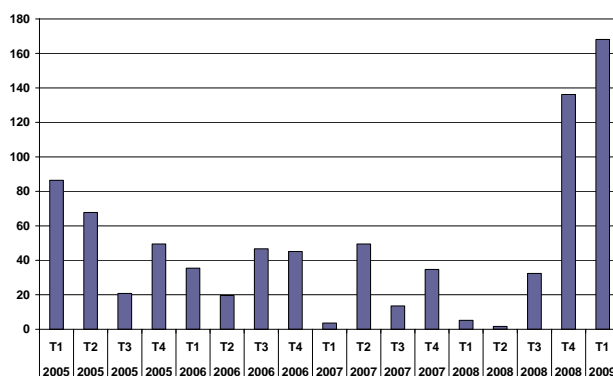
Les politiques de soutien à l'économie et au secteur financier mises en place par les pouvoirs publics dans la plupart des grands pays industrialisés pour faire face à la crise financière se ressentent nécessairement sur les déficits publics et les appels au marché financier réalisés par les Etats pour financer leur dette. Aux Etats-Unis, où l'Etat fédéral a lancé un plan de relance de très grande envergure, les émissions nettes de *Treasury securities* ont très fortement augmenté au cours de l'année 2008, pour atteindre le montant de 1 241 milliards de dollars (graphique 4). En Europe et en particulier dans la zone euro, les émissions de titres de la dette publique ont évolué dans la même direction, certes avec une ampleur sans commune mesure avec celle observée outre-Atlantique (environ 170 milliards d'euros, soit 230 milliards de dollars, graphique 5). Les statistiques de la Banque centrale européenne montrent en particulier des appels au marché très fortement en hausse à partir du quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009 dans la zone euro. La hausse généralisée des émissions opérées par les secteurs publics s'est répercutée sur le niveau des taux d'intérêt à long terme, mettant un terme à la tendance baissière observée depuis la mi-2008 (cf *supra*). Cette augmentation des taux d'intérêt, très mesurée dans le cas de la zone euro, a découlé à la fois de la modification de l'équilibre du marché des titres consécutive à l'accroissement actuel et futur des volumes d'émissions, mais également de la prise en compte par les investisseurs des conséquences en termes de transfert de risque des mécanismes de garantie introduits par les différents gouvernements pour restaurer la capacité des banques à se refinancer.

Graphique 4 : Etats-Unis : émissions nettes de *Treasury securities*
(milliards de dollars)



Source : Réserve fédérale

Graphique 5 : Zone euro : émissions nettes de titres de dette par les administrations centrales
(milliards d'euros)

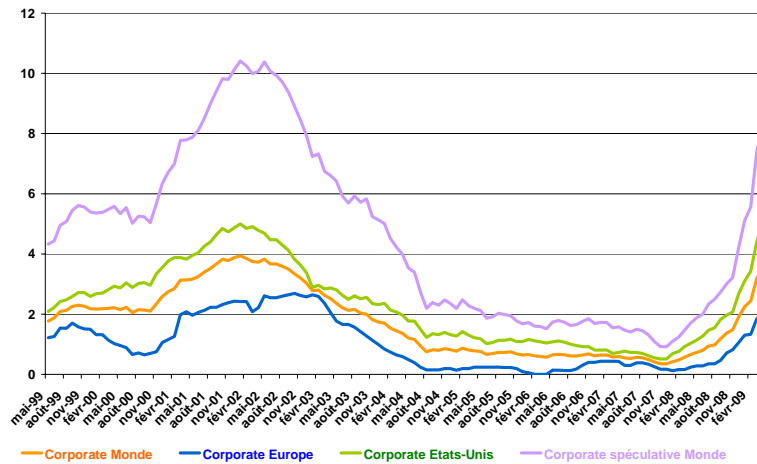


Source : BCE

2. Une dégradation de la qualité du crédit dans un contexte de ralentissement conjoncturel marqué

Les marchés de dette sont largement influencés par les enchaînements macroéconomiques très défavorables consécutifs à l'éclatement de la crise financière, caractérisés par un ralentissement marqué, voire un recul, de l'activité économique et l'exacerbation des craintes chez les principaux acteurs économiques. Cette conjoncture dégradée a commencé à peser sur la qualité du crédit des entreprises dès la fin de l'année 2007, en Europe et aux Etats-Unis. Alors que les taux de défaut avaient atteint avant la crise financière un niveau historiquement bas, l'année 2008 se traduit par un mouvement haussier continu, tout particulièrement sur les signatures spéculatives (graphique 6). Le taux de défaut sur les obligations *high yield* au niveau mondial est ainsi passé de 0,12% en janvier 2008 à 8,3% à la fin du premier trimestre de l'année suivante. Le montant total des défauts pour l'ensemble de l'année 2008 a atteint pour sa part 226 milliards de dollars (dont 145 milliards imputables au seul défaut de Lehman Brothers), contre seulement 6 milliards de dollars en 2007. Il est intéressant de noter qu'à la fin du premier trimestre 2009, les taux de défaut dans l'ensemble des zones et pour les différentes qualités du crédit avaient atteint des niveaux assez comparables à ceux enregistrés lors du retournement macroéconomique et boursier de la période 2001-2003. Toute conclusion quant à l'évolution probable de la qualité du crédit à court et moyen terme serait cependant déraisonnable sur la base de cette simple comparaison, tant la crise du début des années 2000 et la crise actuelle présentent de fortes différences.

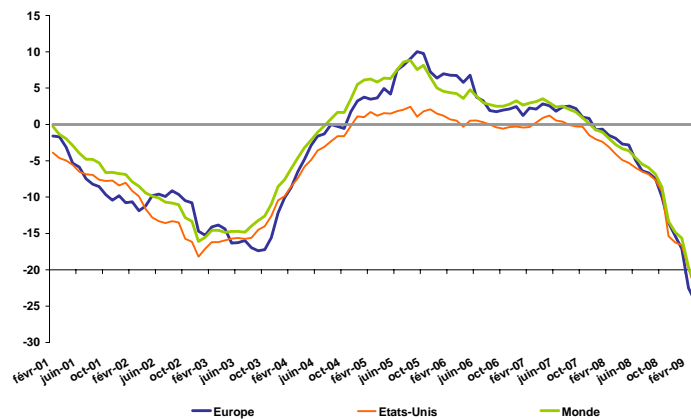
Graphique 6 : Taux de défaut (%)



Sources : Thomson Financial, Moody's

Les révisions de note opérées par les agences de notation émettent un message de même nature, puisque les dégradations tendent à devenir de plus en plus importantes au sein de l'ensemble des changements de notation⁸. En 2008, les abaissements de notation deviennent supérieurs aux rehaussements et cette tendance s'accroît tout au long de l'année et au début 2009 (graphique 7). Une partie importante des dégradations concerne les acteurs bancaires ainsi que certains secteurs industriels, en particulier le secteur automobile. En Europe, elles se sont traduites par le passage de 57 émetteurs en catégorie spéculative, tandis que 41 autres émetteurs étaient en mars 2009 sous le menaç d'une telle sanction, les dégradations successives les ayant classés au plus bas de la catégorie investissement (Baa3 ou BBB- selon les agences).

Graphique 7 : Rehaussements de notes, nets des dégradations, rapportés au nombre de sociétés notées (Rating drift, en %)

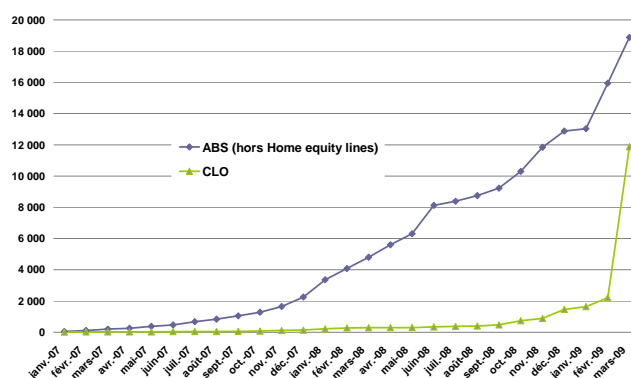


Sources : Thomson Financial, Moody's

⁸ Dans le cadre du suivi de la qualité du crédit des différentes dettes présentes sur le marché, signalons que Standard and Poor's s'est lancé dans un processus de révision de la méthodologie de notation des titres de dette sécurisés (*covered bonds*). L'initiative, qui vise notamment à une meilleure prise en compte du risque de liquidité découlant d'une difficulté éventuelle à réaliser les actifs utilisés en garantie, pourrait conduire notamment à instaurer une dépendance entre la notation du *covered bond* et celle de son émetteur. Selon l'agence, le durcissement des conditions de notation découlant du changement méthodologique pourrait concerner 60% des programmes de *covered bonds* et donc conduire, toutes choses égales par ailleurs, à de larges changements de notation (cf. « Covered Bonds Rating Methodology », Ratings Direct, 4 février 2009, Standard and Poor's).

L'ampleur du processus de dégradation de la qualité du crédit et de hausse des taux de défaut dépendra *in fine* de la conjonction d'un certain nombre de facteurs, en particulier de l'intensité de la récession et de la capacité du système financier (banques et marchés financiers) à assurer le refinancement des dettes à échéance. Ce dernier facteur prendra une importance toute particulière pour les entreprises les plus lourdement endettées, notamment celles ayant fait l'objet de LBO au cours de ces dernières années. Ces inquiétudes trouvent d'ailleurs pour écho le recul très marqué des cours de bourse des sociétés cotées spécialisées dans les opérations de *private equity* (cf. *Infra*) ou encore les dégradations de notation dont ont été victimes les CLO (*Collateralized loan obligations*), véhicules privilégiés par les banques pour transférer vers le marché les créances engendrées par les opérations de LBO (graphique 8). On notera enfin sur ce point les interactions entre la dynamique des défauts et celle des abaissements de notation, à travers l'existence de clauses contingentes (*trigger clauses*) dans de nombreux contrats de prêt souscrits par les entreprises.

Graphique 8 : Dégradations cumulées de notation des ABS* et CLO

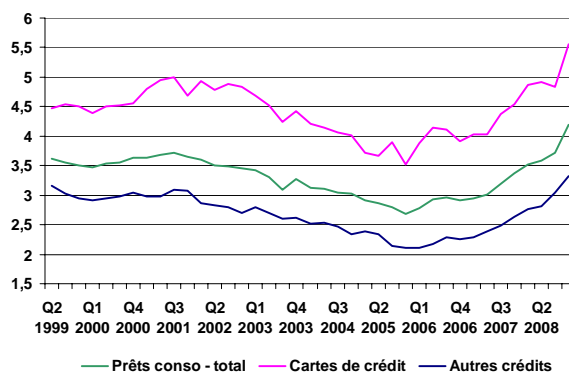


* Hors ABS adossés à des Home equity lines

Source : Bloomberg

Après la très forte hausse des défauts sur le marché du *subprime*, en lien avec les flux massifs de « *resets* » (ajustements à la hausse des taux d'intérêt des crédits avec passage à des taux variables) au cours de la période 2007-2008 et un relâchement excessif des conditions d'octroi des crédits, la dégradation du contexte conjoncturel pourrait également se traduire dans certains pays par une montée du risque sur l'ensemble des dettes contractées par les ménages au titre de leurs investissements immobiliers ou de leurs dépenses de consommation, avec des répercussions importantes sur les véhicules de titrisation adossés à ces créances. Les statistiques portant sur les crédits aux ménages aux Etats-Unis viennent appuyer cette thèse, en mettant en évidence que les retards de paiement sur les crédits à la consommation tendent à devenir de plus en plus nombreux, la montée du chômage et le ralentissement du pouvoir d'achat exerçant probablement en la matière une influence décisive (graphique 9). Les dégradations massives d'*Asset-backed securities* opérées par les agences de notation illustrent également que ce processus est effectivement à l'œuvre (graphique 8).

Graphique 9 : Taux de retard de paiement sur les crédits à la consommation aux Etats-Unis (%)

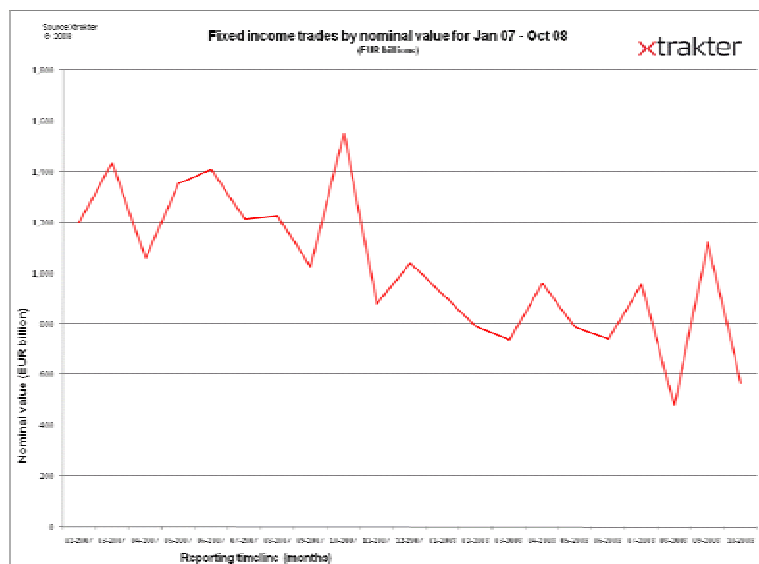


Source : Thomson Financial

3. La liquidité du marché secondaire perturbée par la situation de crise

La crise financière n'a pas seulement influencé les montants émis sur les marchés primaires où l'évolution du niveau des prix sur le marché secondaire. La liquidité du marché de la dette a également été significativement affectée, au-delà des segments réservés aux véhicules de titrisation, comme en atteste un « *Consultation Paper* » du CESR de décembre 2008⁹. La très forte incertitude sur les tendances macroéconomiques et financières, combinée à des conditions de transparence bien inférieures à celles en vigueur sur les marchés d'actions réglementés, ont pesé sur les volumes de transactions d'obligations *corporate* et les conditions de prix (fourchettes de cotation, cf *infra*). Ce mouvement a par ailleurs été accentué par les difficultés rencontrées par les banques d'investissement, qui les ont conduites à freiner leur activité de négociation pour compte propre afin de limiter les risques portés à l'intérieur des bilans. En l'absence de statistiques de marché exhaustives portant sur les transactions et les *spreads* de négociation, du fait d'absence de transparence *post*-marché, les données de volumes reportées dans Xtrakter constituent une illustration de cette attrition de la liquidité dans le contexte de crise financière (graphique 10).

Graphique 10 : Volumes de transactions sur le marché des obligations *corporate**



* y compris obligations à taux variable et convertibles.

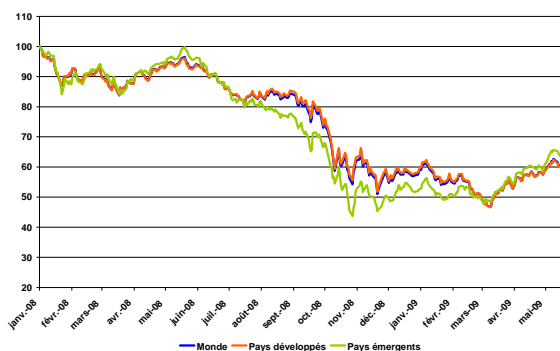
Source : Xtrakter

⁹ « Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets », Consultation Paper, CESR, 19 December 2008.

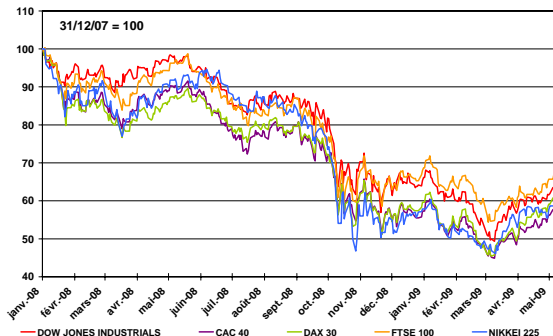
4. Marchés d'actions : les indices boursiers ont enregistré des replis historiques

Dans le sillage du second semestre 2007 et de l'éclatement de la crise du « subprime », les indices boursiers ont été orientés en forte baisse tout au long de l'année 2008. Mesurée par les indices Morgan Stanley Capital International (MSCI) exprimés en monnaies locales, leur valorisation au niveau mondial a enregistré un recul de 40% (graphique 11). Les principaux indices boursiers se sont inscrits en forte baisse dès le premier trimestre 2008. Les craintes d'une crise systémique dans le secteur bancaire, avec le défaut de la banque d'affaires américaine Bear Stearns et la nationalisation de la banque britannique Northern Rock, conjuguées aux anticipations d'une entrée en récession de l'économie américaine, ont alors fortement pesé sur les valorisations boursières. A la mi-mars 2008, l'indice Dow Jones Industrials reculait ainsi de 17% par rapport à la fin 2007 (graphique 12). Les valeurs européennes sont apparues particulièrement mal orientées, avec des baisses de l'ordre de 16% voire de 22% pour le CAC40 ou le DJ Euro Stoxx 50.

Graphique 11 : Evolution des indices MSCI exprimés en monnaies locales en 2008



Graphique 12 : Evolution des principaux indices boursiers en 2008



Source : Thomson Financial

Après une courte période de rebond, permise par l'orientation très accommodante de la politique monétaire américaine et la résistance de l'activité aux Etats-Unis et dans les zones émergentes, les marchés sont entrés dans une nouvelle phase de correction au cours de la seconde quinzaine de mai, la publication par les grandes banques d'affaires américaines de résultats trimestriels mal orientés, ainsi que la dégradation de la notation des réhausseurs de crédit MBIA et Ambac par les agences Standard & Poor's et Moody's, ayant rendu relativement improbable le scénario d'une sortie rapide de la crise. Sur l'ensemble du premier semestre, les pertes affichées par l'indice Dow Jones ont ainsi avoisiné 15%, tandis qu'en Europe, les replis ont dépassé dans la plupart des cas les 20%, à l'image des baisses enregistrées par le DJ Euro STOXX 50, le CAC 40 ou le DAX 30.

Mais c'est à la mi-septembre que la crise a revêtu une ampleur inédite. Les cours boursiers se sont littéralement effondrés avec l'aggravation brutale des turbulences affectant le système financier américain (défaut de Lehman Brothers, nationalisation des agences fédérales hypothécaires Freddie Mac et Fannie Mae, rachat de Merrill Lynch par Bank of America, sauvetage de AIG par la Réserve fédérale) et européen (nationalisation de Fortis, recapitalisation de Dexia). Les incertitudes persistantes concernant l'ampleur et la durée de la récession aux Etats-Unis et en Europe - en dépit des interventions massives et concertées des banques centrales et des actions entreprises par les gouvernements occidentaux - le ralentissement de l'activité dans les zones émergentes ainsi que la découverte de fraudes de grande ampleur ont également fortement pesé sur les valorisations au dernier trimestre. A la mi-novembre, les indices boursiers avaient retrouvé leur niveau d'avril 2003, qui correspond au point bas du cycle boursier précédent, certains d'entre eux, à l'image du S&P 500 ou du MIB 30, atteignant même un point bas historique de 10 ans (tableau 1).

Tableau 1 : Performances des marchés d'actions

	15-05-09	Variation depuis fin 2008 (%)	Variation 2008 (%)	Maximum Historique depuis 10 ans	Date	Variation par rapport au point haut	Minimum historique depuis 10 ans	Date	Variation par rapport au point bas
DJIA.	8 268,6	-5,8%	-33,8%	14 164,5	09/10/07	-41,6%	6 547,1	09/03/09	26,3%
S&P 500	882,9	-2,3%	-38,5%	1 565,2	09/10/07	-43,6%	676,5	09/03/09	30,5%
NASDAQ	1 680,1	6,5%	-40,5%	5 048,6	10/03/00	-66,7%	1 114,1	09/10/02	50,8%
CAC 40	3 169,1	-1,5%	-42,7%	6 922,3	04/09/00	-54,2%	2 403,0	12/03/03	31,9%
DAX 30	4 737,5	-1,5%	-40,4%	8 105,7	16/07/07	-41,6%	2 203,0	12/03/03	115,1%
FTSE 100	4 348,1	-1,9%	-31,3%	6 930,2	30/12/99	-37,3%	3 287,0	12/03/03	32,3%
MIB 30	20 378,0	1,6%	-48,4%	51 093,0	06/03/00	-60,1%	13 636,0	09/03/09	49,4%
DJ EURO STOXX 50	2 364,1	-3,4%	-44,4%	5 464,4	06/03/00	-56,7%	1 810,0	09/03/09	30,6%
DJ STOXX 600	9 265,0	4,6%	-42,1%	20 833,2	12/04/00	-55,5%	7 055,0	10/03/09	31,3%

Source : Thomson Financial

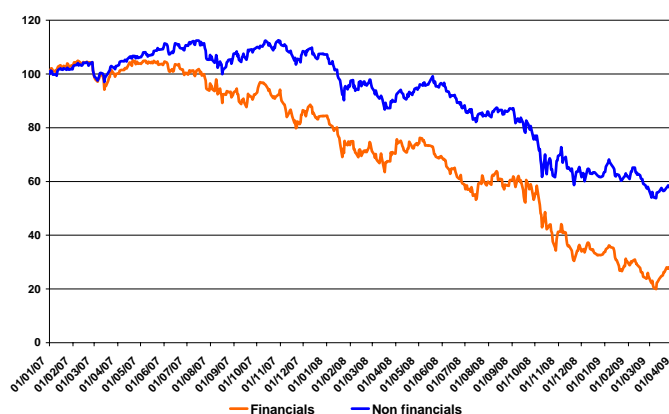
Sur l'ensemble de l'année 2008, les principaux indices boursiers enregistrent d'importants replis, notamment en Europe où, à l'exception de l'indice Footsie, les baisses dépassent 40% : elles s'élèvent à 40,4% pour le DAX 30 voire, avoisinent 50% pour le MIB 30. Le CAC 40 termine pour sa part l'année en baisse de 42,7% à 3 218 points. Aux Etats-Unis, les baisses sont apparues un peu moins marquées, le DJIA reculant de près de 34% et le S&P500, de 38,5%. En outre, pour la première fois depuis huit ans, les marchés émergents, notamment en Asie et en Europe de l'Est, ont sous-performé par rapport aux marchés développés.

Cette orientation baissière s'est poursuivie début 2009, avant qu'un rebond n'intervienne en mars. Ce mouvement doit être relié à une amélioration des anticipations des investisseurs, après notamment la publication de résultats meilleurs que prévus de la plupart des grandes banques américaines et l'annonce du plan de soutien du Trésor américain au secteur financier. A la mi-mai 2009, l'indice MSCI Monde affichait ainsi des performances positives par rapport à ses niveaux du début de l'année.

Des performances très négatives pour le secteur financier, sous fond de forte incertitude, et une volatilité record

Fait remarquable, l'effondrement des valeurs boursières observé en 2008 a concerné l'ensemble des secteurs d'activité. Pour autant, les disparités intersectorielles sont restées significatives. Comme en 2007, les sociétés financières ont été les plus fortement touchées par la crise (graphique 13). En prenant comme point de référence le début de l'année 2007, l'indice MSCI des valeurs financières affichait un recul à la fin du premier trimestre 2009 de 72%, contre 42% pour les entreprises non financières. Contrairement à l'année 2007, les valeurs énergétiques et des industries de base ont aussi enregistré un important recul, ce dernier étant en outre concentré sur la seconde moitié de l'année, du fait essentiellement de l'effondrement des cours des matières premières à partir de l'été. Enfin, la dégradation des perspectives économiques en cours d'année a également pénalisé les valeurs cycliques. A l'inverse, les valeurs défensives, à l'image de celles du secteur de la santé, ont fait preuve d'une résistance relative.

Graphique 13 : Indices MSCI Europe des marchés d'actions : secteur financier versus secteur non financier

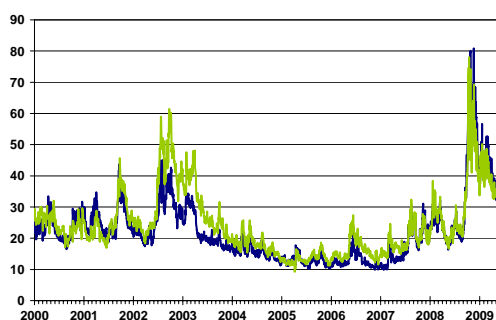


Source : Bloomberg

Les turbulences boursières se sont caractérisées non seulement par une chute brutale des indices mais également par leur caractère très erratique. Les indices boursiers des grandes places financières internationales ont en effet connu des variations quotidiennes très importantes, pouvant dépasser 10% à la hausse comme à la baisse. Ces évolutions reflètent de manière générale la très forte incertitude des investisseurs sur l'orientation à court et moyen termes des marchés, qui se matérialise par une sur-réaction des cours aux flux d'informations nouvelles et une brutale augmentation de la volatilité implicite à des niveaux historiquement élevés, largement supérieurs à ceux observés en 2002 (graphiques 14 et 15). De plus, les possibilités désormais plus limitées des acteurs bancaires de s'engager dans des opérations de *trading* pour compte propre constituent certainement un facteur aggravant en la matière.

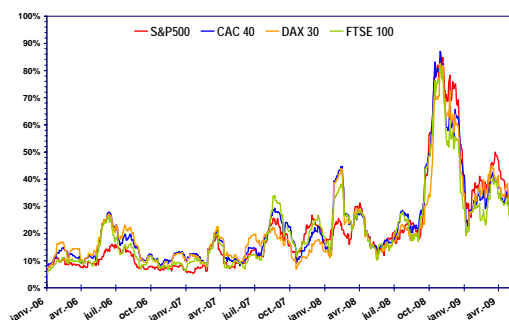
Plus spécifiquement, les cours des sociétés financières et plus précisément des banques ont été influencés par les différents développements autour de la crise financière. Le dysfonctionnement et le manque de transparence de certains marchés, combinés à l'introduction de nouvelles règles comptables non encore éprouvées, ont suscité des problématiques aiguës de valorisation. Les incertitudes concernant la valeur des dettes à risque, l'exposition effective des différents acteurs à ces dettes, le rôle et le contenu des différents plans de soutien des Etats, ou enfin l'importance des effets de « second tour » sur les bilans bancaires de l'entrée en récession des principales économies, sont autant d'éléments qui ont alimenté le mouvement profond de baisse des cours actions des institutions financières sur les marchés ainsi qu'une très forte volatilité. Cette situation a d'ailleurs conduit certains régulateurs financiers, dont l'Autorité des marchés financiers en France, à suspendre à la fin de l'été 2008 les opérations de vente à découvert sur les valeurs financières et à accroître la transparence sur les positions à la baisse prises par les intervenants sur ce type de valeurs, afin de limiter les tensions sur les cours.

Graphique 14 : Volatilité implicite



Source : Thomson Financial

Graphique 15 : Volatilité historique

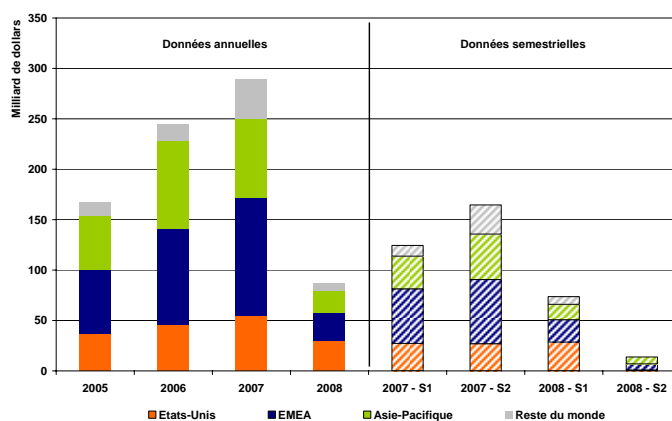


Source : Thomson Financial, calculs AMF

5. Un dépeuplement des cotes découlant de la diminution du nombre d'introductions en bourse et de la hausse des radiations

La crise financière a eu d'importantes répercussions sur l'activité d'introduction en bourse, qui s'est inscrite en très fort recul en 2008 et sur les premiers mois de l'année 2009. En 2008, le montant total des capitaux levés au niveau mondial lors de ces opérations s'est replié de 70% à moins de 100 milliards de dollars. En outre, le nombre d'introductions repoussées voire annulées se sont inscrites en nette hausse en 2008 : il s'est élevé à 308 contre 207 en 2007, soit une hausse de près de 50%. Le ralentissement de l'activité a concerné l'ensemble des zones géographiques, y compris les zones émergentes, qui étaient apparues particulièrement dynamiques en 2007 (graphique 16). Aux Etats-Unis, l'activité a fait preuve de résilience au premier semestre, grâce notamment à l'entrée en bourse de Visa, avant de s'effondrer sur la seconde partie de l'année.

Graphique 16 : Capitaux levés lors des introductions en bourse par zones géographiques
(en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

A Paris, le nombre d'introductions sur Euronext et Alternext est passé de 65 à 20 entre 2007 et 2008, une seule opération ayant en outre été enregistrée sur les quatre premiers mois de l'année 2009. Surtout, le montant des capitaux levés au moment de ces introductions est devenu non significatif (tableau 2). Les autres places européennes ont connu des évolutions similaires. A Londres, les introductions ont ainsi diminué de 60% sur l'année, tandis que les capitaux levés ont été divisés par quatre, s'établissant à moins de 9 milliards d'euros.

Tableau 2 : Nombre d'introductions (transferts et placements privés inclus) et capitaux levés lors des introductions sur les marchés boursiers européens⁽¹⁾ (en milliards d'euros)

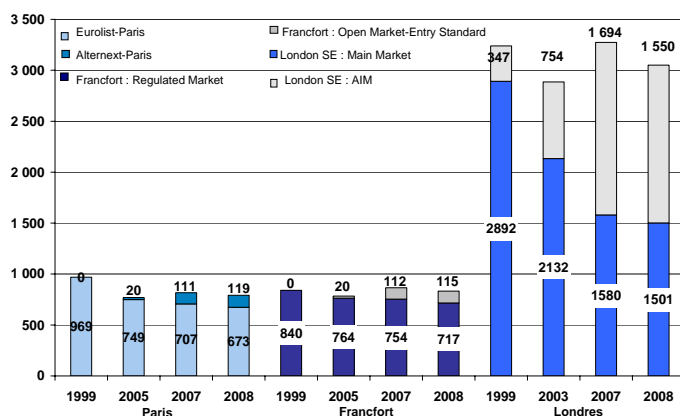
	London stock exchange		Deutsche Börse		Euronext		Euronext Paris	
	Nombre ⁽²⁾	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés
2006	468	42,34	99	7,64	109	21,37	84	9,75
2007	338	36,98	72	7,85	92	9,67	65	3,35
2008	127	8,85	17	0,38	34	2,52	20	0,06

Sources : LSE, DBAG, Euronext

Notes : (1) LSE : AIM inclus; DBAG hors Freiverkehr, Open Market-Entry Standard inclus; Euronext hors Marché libre, Alternext inclus. (2) Hors ré-admissions

Au cours des années récentes, les principaux marchés d'actions européens ont vu leur cote se repeupler. Ce mouvement reposait essentiellement sur l'essor de marchés ou segments de marché dédiés aux valeurs moyennes, à savoir l'Alternative Investment Market (AIM) sur le London Stock Exchange, Alternext sur Euronext ou encore le segment Entry Standard de l'Open Market à Francfort. De leur côté en effet, les marchés réglementés européens ont continué de voir leurs effectifs diminuer, au point que pour la première fois, à Londres, les sociétés cotées étaient plus nombreuses en 2007 sur l'AIM que sur le Main Market. Du fait de la raréfaction des opérations d'introductions, cette tendance s'est interrompue en 2008 (graphique 17). A Paris comme à Francfort, l'augmentation du nombre de sociétés cotées sur les marchés dédiés aux valeurs moyennes n'a pas permis de compenser l'érosion de la cote des marchés réglementés. Pour sa part, l'AIM a vu le nombre de sociétés cotées diminuer et ce, pour la première fois depuis sa création en 1995.

Graphique 17 : Nombre de sociétés cotées



Sources nationales

Concernant l'AIM, cette évolution résulte à la fois d'un effondrement des admissions, qui sont passées de 223 à 72 entre 2007 et 2008¹⁰, et d'une augmentation notable du nombre de radiations à 259, soit une hausse de 16%. Cette dernière reflète une progression des radiations intervenues à la demande des émetteurs, ainsi qu'un accroissement des radiations suite au non respect des règles de l'AIM et, plus précisément de la règle 1 qui rend obligatoire le recours à un *nominated adviser*¹¹ (tableau 3).

Tableau 3 : Motifs de radiations sur l'AIM

	2007	2008	2009 T1
Suite à une prise de contrôle	63	40	3
A la demande de la société	121	156	46
Règle 1 de l'AIM	12	47	15
Autres règles de l'AIM	12	0	10
Transferts	13	12	2
Autres	3	4	1
Total	224	259	77

Source : LSE

¹⁰ Au premier trimestre 2009, seules 5 opérations ont été enregistrées.

¹¹ Situés au cœur du fonctionnement de l'AIM, les *nominated advisers* (Nomads) ont quatre responsabilités principales :

- ils doivent informer les dirigeants de la société sur les règles de l'AIM et les obligations qu'eux-mêmes, la société et ses actionnaires devront respecter ;
- ils mettent en œuvre les *due diligences* appropriées afin de s'assurer que la société peut être admise sur l'AIM ;
- ils préparent la documentation exigée en vue de l'admission (document d'admission) ;
- une fois la société cotée, ils doivent s'assurer qu'elle respecte en permanence les règles de l'AIM et être disponibles à tout moment pour conseiller les dirigeants.

D'une manière générale, la crise financière et la faiblesse des niveaux de valorisation boursière constituent en effet une opportunité de sortir de la cote pour les actionnaires et dirigeants de sociétés pour lesquelles les avantages procurés par la cotation sont insuffisants au regard des coûts et contraintes que celle-ci implique¹². De même, la chute des cours boursiers est susceptible de conduire des sociétés à ne plus être en mesure de pouvoir respecter certaines exigences réglementaires minimales de cotation et, en conséquence, à voir leurs titres radiés. Compte tenu de l'ampleur de la crise, les entreprises de marché ont d'ailleurs pris des mesures afin d'éviter une trop forte hémorragie des cotes. Ainsi, le Nyse et le Nasdaq ont-ils –temporairement- suspendu fin 2008 les exigences en termes de valorisation minimale¹³.

D'un point de vue plus structurel, les transpositions des directives européennes Prospectus, Transparence et Abus de marché, ainsi que l'application des normes IFRS se sont traduites par un alourdissement notable de contraintes réglementaires auxquelles les sociétés cotées sur les marchés réglementés sont soumises. Dans le cas des petites et moyennes valeurs, ces évolutions peuvent s'avérer problématiques, au regard des ressources humaines et financières qu'elles doivent mobiliser pour répondre à ces exigences. Dans un souci de préserver l'attractivité des marchés financiers pour les PME et favoriser ainsi leur financement, l'AMF s'est attachée au cours des années récentes à mieux prendre en compte dans sa réglementation la spécificité des petites et moyennes valeurs. Ainsi, après avoir procédé en 2008 à des aménagements réglementaires en matière d'obligation d'information financière en faveur des petites et moyennes capitalisations, l'AMF a travaillé début 2009, à la mise en place d'une procédure permettant aux titres des petites sociétés d'Eurolist d'être transférées sur Alternext.

6. Les émissions d'actions tirées par les opérations de recapitalisation dans le secteur bancaire

Comparée au marché des introductions en bourse, les levées de fonds effectuées par les sociétés cotées sur les marchés d'actions ont montré une certaine résistance en 2008. Au niveau mondial, leur montant s'est établi à 287 milliards de dollars, soit une baisse de 14% par rapport à l'année précédente. En France, les émissions de titres de capital de l'ensemble des sociétés cotées à Paris se sont élevées à 27,4 milliards d'euros, en baisse de 8,5% par rapport à 2007. D'une manière générale, l'activité a été largement soutenue par les opérations de recapitalisation et de financement d'acquisitions de très grande ampleur réalisées dans le secteur bancaire et financier. Ce dernier a en effet représenté près de 60% du total des émissions réalisées en 2008 au niveau mondial, soit le double de l'année précédente (graphique 18). Parmi les dix plus importantes réalisées au niveau mondial en 2008, on retiendra ainsi notamment l'augmentation de capital de Wells Fargo d'un montant de plus de 12 milliards de dollars réalisée en novembre dans le cadre du rachat de la banque Wachovia, ou encore celle de JP Morgan pour un montant de 11 milliards de dollars. A l'inverse, les émissions des sociétés non financières ont été quasiment divisées par deux en 2008. Le ralentissement de l'activité mondiale s'est en effet avéré peu propice aux investissements et a donc pesé sur la demande de financements, alors que les opérations étaient rendues difficiles par la faiblesse des valorisations et la forte volatilité boursière.

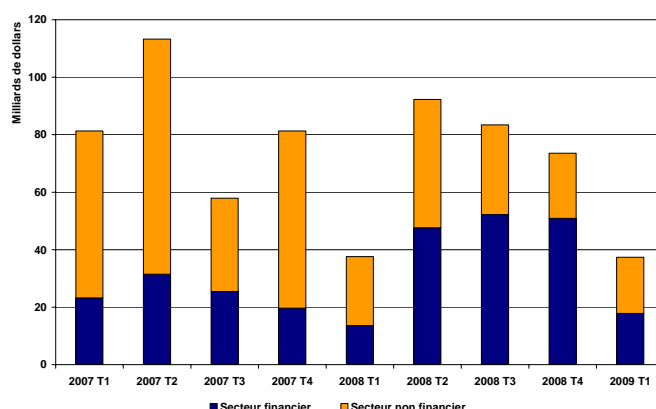
Les statistiques portant sur le premier semestre de l'année 2009 devraient conduire à un constat de même nature. En effet, à la suite des *stress tests* auxquels ont été soumises les principales banques américaines et dont les résultats ont été communiqués au début du mois de mai par la Réserve fédérale, certaines d'entre elles ont été dans l'obligation de renforcer leurs fonds propres en procédant à des émissions massives d'actions sur les marchés¹⁴.

¹² S'agissant des petites et moyennes valeurs, la notion de coût de la cotation peut en particulier être associée à un manque de liquidité du titre (nombre réduit de jours de cotation, faiblesse du flottant et/ou des quantités échangées). En effet, ce dernier induit notamment pour la société des coûts de maintien de la liquidité ainsi qu'une mauvaise évaluation de ses titres par le marché, ce qui peut se révéler préjudiciable, par exemple dans la perspective d'un recours au marché pour lever des capitaux. A cet égard, la crise financière a vraisemblablement contribué à accentuer les problèmes de liquidité rencontrés structurellement sur certaines valeurs, notamment les plus petites. Sur Euronext, les échanges moyens de titres de sociétés appartenant au compartiment C (sociétés ayant une capitalisation inférieure à 150 millions d'euros) se sont ainsi inscrits en forte baisse en 2008, qu'il s'agisse du nombre de transactions (-54%) comme des montants concernés (-70%).

¹³ Le NYSE a également abaissé le seuil de capitalisation minimal de 25 à 15 milliards de dollars.

¹⁴ Les besoins en capital découlant de l'application des *stress tests* sont estimés à près de 75 milliards de dollars, dont 33 milliards pour la seule Bank of America.

Graphique 18 : Emissions d'actions au niveau mondial par les sociétés cotées
(hors introductions, en milliards de dollars)

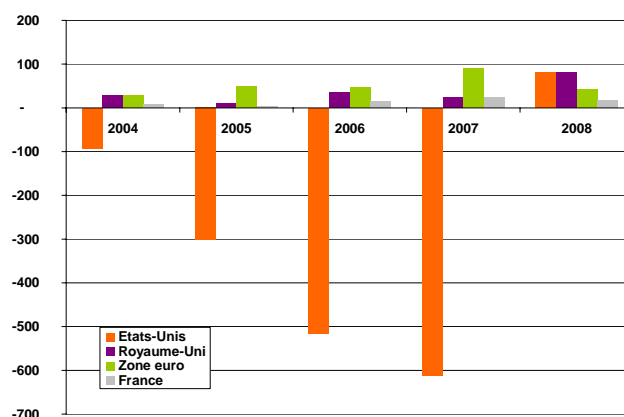


Source : Bloomberg

Au total, l'ensemble des financements des sociétés sur les marchés d'actions, autrement dit la somme des émissions et cessions d'actions réalisées lors des introductions et les émissions « secondaires » effectuées par les sociétés déjà cotées se sont repliées en 2008 de près de 40% à environ 380 milliards de dollars. Si l'on rapproche les émissions brutes des rachats-annulations d'actions par les résidents, pour estimer le poids des marchés d'actions dans le financement net des entreprises, il apparaît que le solde est resté positif en Europe en 2008. Mais le fait remarquable réside dans la rupture de tendance observée aux Etats-Unis : alors que les rachats d'actions excédaient largement depuis des années le montant des appels aux marchés, ce mouvement s'est inversé en 2008 avec l'amplification de la crise dans le secteur bancaire et financier (graphique 19). Les émissions d'actions nettes des rachats-annulations, qui avoisinaient encore - 600 milliards d'euros en 2007, ont ainsi dépassé 80 milliards d'euros en 2008, selon les estimations de la Réserve fédérale.

Ce renversement de tendance résulte aux Etats-Unis uniquement des fortes émissions d'actions des banques, non compensées par des rachats de même ampleur des entreprises non financières. La décomposition des entreprises selon qu'elles appartiennent ou non au secteur financier met effectivement en évidence que les entreprises non financières ont poursuivi leurs stratégies de versements de revenus aux actionnaires sous forme de rachats d'actions. En 2008, leurs émissions nettes d'actions se sont ainsi élevées à -395 milliards de dollars, contre -831 milliards en 2007. Le recul de ces rachats nets en 2008 reflète probablement la situation de crise financière, qui a contraint un certain nombre d'entreprises à garder un volant significatif de liquidités afin de se protéger contre une prévisible réduction des profits ou d'éventuelles contraintes de financement liées à un accès plus difficile au crédit bancaire ou à une fermeture du marché des capitaux.

Graphique 19 : Emissions nettes d'actions par les sociétés cotées
(émissions diminuées des rachats-annulations, en milliards d'euros)

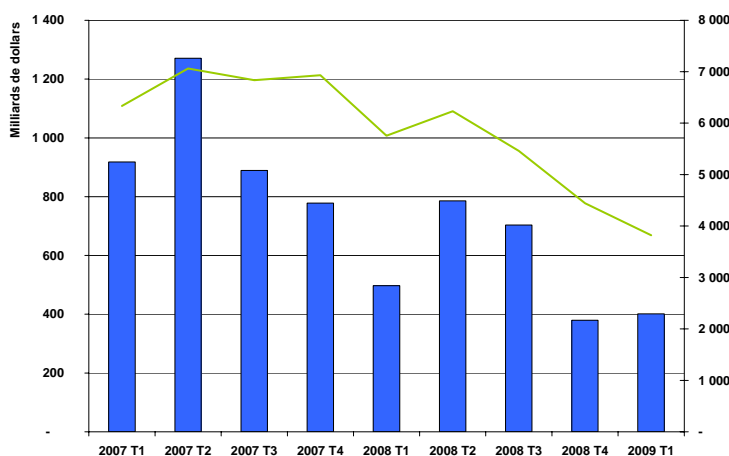


Sources : FED, BCE, Banque de France et ONS

7. Des opérations de fusions-acquisitions en très net recul

Après avoir atteint un pic à l'été 2007, l'activité sur le marché des fusions acquisitions avait connu un net ralentissement au second semestre. Cette tendance s'est poursuivie en 2008 au cours des premiers mois de l'année 2009, parallèlement à la dégradation de l'environnement économique et financier. Au niveau mondial, le montant des opérations annoncées en 2008, n'ayant pas fait l'objet d'annulations, et qui ont impliqué au moins une société cotée, s'est replié de 40% à moins de 2 400 milliards de dollars, tandis que leur nombre s'inscrivait en baisse de 17% (graphique 20).

Graphique 20 : Evolution du marché des fusions au niveau mondial
(en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

8. Des investisseurs incités à se désengager des marchés d'actions ?

Le recul très marqué des cours boursiers depuis l'éclatement de la crise financière découle de réaménagements de portefeuilles opérés par la majorité des investisseurs, particuliers et institutionnels. De ce point de vue, au-delà des réallocations d'actifs justifiées par le seul contexte macrofinancier, la crise suggère la présence de contraintes qui viennent accentuer la tendance des investisseurs à limiter leur participation aux marchés d'actions et les empêchent d'adopter une stratégie d'investissement à long terme, le cas échéant en profitant des opportunités offertes par certaines valorisations extrêmement basses des entreprises sur les marchés. Dans ce panorama d'ensemble, seuls les fonds souverains semblent faire exception, avec une capacité à investir sur les marchés d'actions sur une base contracyclique. On peut prendre comme illustration de ce phénomène les participations massives prises dans des acteurs bancaires américains par certains de ces fonds dans le cadre des opérations de recapitalisation (graphique 21). Le fonds GIC-Singapore a ainsi fait des apports en fonds propres conséquents à Citigroup (pour près de 7 milliards de dollars en janvier 2008) puis UBS (pour 14,4 milliards de dollars en février 2008).

Tableau 4 : Quelques participations prises par les fonds souverains dans le secteur bancaire
(en milliards de dollars)

Acquéreur	Cible	Date investissement	Valeur d'achat	Valeur au 27/03/2009	Gain/Perte
GIC-Singapore	UBS	08/02/2008	14,4	4,3	-10,1
GIC-Singapore	UBS AG	10/12/2007	9,8	2,1	-7,6
ADIA	Citigroup Inc.	27/11/2007	7,5	0,7	-6,8
GIC-Singapore	Citigroup Inc.	15/01/2008	6,9	0,7	-6,2
CIC (China)	Morgan Stanley	19/12/2007	5,0	2,5	-2,5
Temasek	Merrill Lynch	27/12/2007	4,4	0,5	-3,9
Temasek	Merrill Lynch	27/07/2008	3,4	1,8	-1,6
QIA	Credit Suisse	21/01/2008	3,0	1,7	-1,3
KIC (Korea)	Merrill Lynch	15/01/2008	2,0	0,2	-1,8
KIA (Kuwait)	Merrill Lynch	15/01/2008	2,0	0,2	-1,8

Source : W. Megginson (2009), Communication au Colloque du Conseil scientifique de l'AMF, 15 mai 2009

Plusieurs facteurs contribueraient à contracter de manière importante la demande d'actions en période de basse conjoncture des investisseurs institutionnels, dans des proportions excessives au regard des révisions à la baisse des perspectives de profits des entreprises :

- des contraintes de solvabilité plus ou moins fortes chez certains investisseurs institutionnels, combinées à une comptabilisation des portefeuilles à leur valeur de marché. On peut faire référence aux compagnies d'assurance et à la réforme au niveau européen de leur réglementation prudentielle (projet *Solvency II*), mais également aux fonds de pension du secteur privé à prestations définies anglo-saxons, dont la dépréciation des portefeuilles d'actions a dégradé les ratios de solvabilité et a pu conduire les entreprises sponsor à procéder à des recapitalisations à travers une augmentation de leur volume de cotisations. Les pressions sont alors fortes dans de telles configurations pour protéger au maximum les portefeuilles en procédant à une réallocation au profit des actifs sans risque et éviter par là de nouvelles dépréciations, coûteuses pour les entreprises¹⁵ ;
- le *deleveraging* imposé de manière générale à l'ensemble des intermédiaires et acteurs de la sphère financière et en particulier à certains hedge funds, qui ont peut-être conduit à réaliser en priorité les positions prises sur les marchés les plus liquides, c'est-à-dire les principaux segments des marchés d'actions européens et américains ;
- le caractère procyclique des placements des ménages, qui a pu susciter en bout de chaîne des cessions d'actifs par les investisseurs institutionnels de type fonds de gestion collective ou compagnies d'assurance. En particulier, avec le développement généralisé à l'échelle internationale de dispositifs d'épargne conférant la responsabilité de l'acte de gestion de portefeuille aux particuliers (fonds de pension à cotisations définies, assurance vie en unités de compte), les flux d'offre et de demande de titres de nombreux gérants collectifs sont soumis de plus en plus aux décisions de placements opérés par les investisseurs individuels.

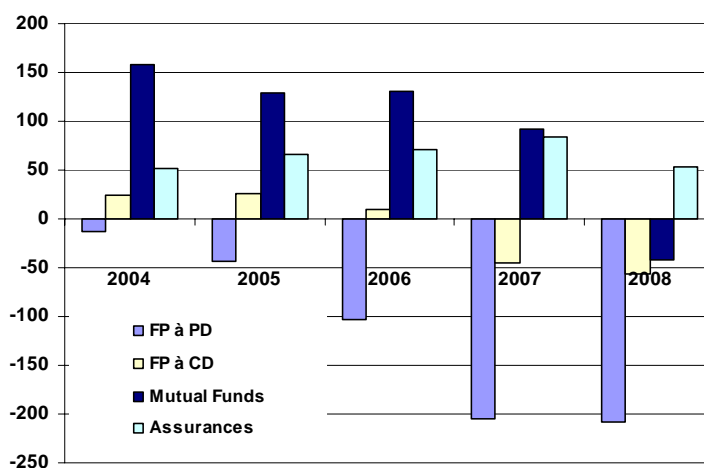
Il est difficile d'étayer ces différents arguments. D'une part, les modifications dans les choix de portefeuille telles qu'elles sont observées au plan macroéconomique résultent de l'agrégation de comportements individuels et dépendent d'un nombre important de facteurs entre lesquels il est difficile de discriminer. De plus, certaines informations ne sont pas disponibles, à l'image des mouvements dans les portefeuilles des *hedge funds*. Les statistiques portant sur les achats d'actions aux Etats-Unis permettent cependant d'amener quelques éléments

¹⁵ Les ratios de solvabilité des fonds de pension ne sont pas uniquement mis à mal par le recul des portefeuilles d'actions. La très forte baisse des taux d'intérêt se traduit par une hausse de la valeur actualisée des engagements inscrite au passif. Ce scénario macroéconomique de recul simultané des taux d'intérêt et des cours boursiers s'est déjà réalisé lors de la crise boursière de 2001-2002, causant des difficultés importantes à de nombreux fonds de pension.

d'analyse de l'équilibre du marché des actions dans ce pays au cours de la période récente. Globalement, elles mettent bien en évidence des cessions opérées par les fonds de pension à cotisations définies ou par les *mutual funds*, mais ce mouvement semble globalement assez modéré au regard de la taille des marchés concernés et des actifs sous gestion de ces agents (graphique 21). Les compagnies d'assurance ont pour leur part enregistré un flux acheteur dépassant les 50 milliards de dollars. En revanche, les fonds de pension à prestations définies ont allégé très fortement leurs portefeuilles d'actions au cours de la période récente, poursuivant une tendance entamée depuis le début des années 2000. Sur l'ensemble de la période 2007-2008, ils ont ainsi cédé pour plus de 400 milliards de dollars d'actions, ces dernières ne représentant plus que 40% de leur portefeuille global d'actifs financiers à la fin de l'année 2008 (contre 54% à la fin 2007 et 61% en 2005).

Dans la zone euro, les statistiques agrégées fournies par la Banque centrale européenne incluant à la fois les fonds de pension et les compagnies d'assurance ne témoignent pas de cessions massives d'actions de ces agents, même si les flux ont été clairement davantage orientés vers les actifs obligataires et les actifs liquides au cours de la période récente.

Graphique 21 : Achats nets d'actions par les fonds de pension et les *mutual funds* aux Etats-Unis (milliards de dollars)



Source : Réserve fédérale

La question du comportement de placement des investisseurs institutionnels constituera à l'avenir un domaine d'analyse important, afin d'apprécier la capacité de ces investisseurs à contribuer sur une base de long terme aux financements en fonds propres des entreprises et à assurer un fonctionnement pérenne des marchés d'actions, le cas échéant en se portant acquéreurs des entreprises de taille modeste nouvellement cotées.

9. Synthèse de l'évolution des marchés financiers et des sources de risque

La crise financière s'est propagée en 2008 à l'ensemble des marchés d'actifs et en particulier aux marchés de dette d'entreprise. La très forte aversion au risque des investisseurs et la dégradation de l'environnement macrofinancier engendré par le grippage des processus de distribution de crédit se sont traduites par une élévation très forte des primes de risque sur l'ensemble des signatures *corporate*. La faillite de Lehman Brothers a constitué de ce point de vue un événement charnière, conduisant à une crispation supplémentaire du marché

monétaire et à une envolée des *spreads* de crédit. Ces évolutions se sont accompagnées de la faillite et/ou du sauvetage d'acteurs majeurs des marchés de dette, en particulier des agences de refinancement hypothécaire américaines et de certains assureurs *monoline*. Au début de l'année 2009, la dégradation très forte de la conjoncture macroéconomique a continué de peser sur la qualité du crédit et s'est traduite par des abaissements de plus en plus nombreux de la notation des dettes *corporate*. Dans certains pays, en particulier aux Etats-Unis, les risques pesant sur le remboursement des prêts à la consommation semblent également apparaître avec de plus en plus d'acuité.

Les marchés d'actions ont connu des dépréciations très massives au cours de l'année 2008, le CAC40 perdant par exemple près de 43% de sa valeur. La baisse des cours boursiers touche avec une force particulière les valeurs financières, mais elle n'épargne pas les autres émetteurs du secteur industriel ou des services. Au-delà des facteurs fondamentaux liés à la chute de la profitabilité des entreprises, le recul marqué des cours boursiers résulte également de cessions de titres opérées par certains acteurs ayant massivement recours à l'effet de levier. La tendance baissière des marchés d'actions s'accompagne par ailleurs d'une volatilité sans précédent des cours boursiers, qui doit être reliée à l'incertitude intrinsèque engendrée par le contexte de crise et à la moindre capacité des banques à intervenir sur les marchés boursiers à travers leur activité de négociation pour compte propre.

En matière d'opérations financières, les marchés d'actions ont été marqués par les émissions de capital réalisées par les intermédiaires financiers afin de reconstituer leurs fonds propres. Abstraction faite de ces émissions, les appels au marché ont été très modestes. Les rachats d'actions, très importants ces dernières années aux Etats-Unis et en croissance en Europe, ont été beaucoup plus limités sur l'ensemble de l'année 2008, très certainement en raison des contraintes de financement auxquelles les entreprises sont confrontées dans le contexte de crise bancaire et financière. Sans surprise, on note le repli très important des opérations de fusions-acquisitions, après des années marquées par le dynamisme des opérations de *leveraged buyout*. Enfin, la tendance au repeuplement des cotes des principaux marchés boursiers s'est interrompue sur la plupart des places financières occidentales, dans le contexte de marché très dégradé.

Les évolutions et des tendances ainsi identifiées conduisent à identifier un certain nombre de risques.

Le premier est le risque macroéconomique de dégradation de la qualité du crédit et ses conséquences systémiques sur les marchés de dérivés. La dégradation du contexte conjoncturel abaisse la qualité du crédit des signatures *corporate* et fait naître dans certains pays des inquiétudes quant à la capacité des ménages à honorer le remboursement de leurs prêts. Les problèmes de solvabilité et de refinancement des emprunts se présentent avec une acuité particulière pour les entreprises qui sont entrées dans la crise financière avec des niveaux de dette élevés, notamment celles ayant fait l'objet de rachat par *leveraged buyout* au cours de ces dernières années. Dans le contexte, pour ce qui concerne les marchés financiers, une source particulière de risque se situe du côté des marchés de dérivés de crédit, qui pourraient avoir à assumer la multiplication des « événements de crédit » et à tester la robustesse des mécanismes d'assurance et d'indemnisation.

Le second risque est celui de mauvaise valorisation des actifs et de manipulation de marché, lié à une forte incertitude sur les bilans et certaines transactions de marché. La crise financière s'est manifestée par des évolutions de prix très marquées sur un nombre significatif de marchés. Ces mouvements brutaux des prix découlent de révisions des anticipations des investisseurs mais également de la très forte incertitude entourant, d'une part les bilans de certains intermédiaires bancaires et financiers, d'autre part la valeur de certains actifs sur des marchés peu transparents. Ce contexte fait courir des risques de mauvaise appréciation de la valeur des actifs et altère la capacité des investisseurs à allouer correctement leurs capitaux. Il fait également naître des risques de manipulation de marché susceptibles de découler de la diffusion de rumeurs ou de l'exploitation d'asymétries d'information par des agents informés, dont les opérations sont rendues plus difficilement décelables par la forte volatilité des prix.

Le dernier risque porte sur l'attractivité des marchés d'actions, en lien avec une liquidité réduite et une érosion de la population des investisseurs. L'activité sur les marchés primaires d'actions a largement pâti de la crise financière, avec un recul des introductions en bourse et dans certains pays une progression des sorties de cote. La tendance au repeuplement de la cote qui avait pu être observée au cours des années récentes s'est donc interrompue sur la plupart des grandes places occidentales. Sur le marché secondaire, l'analyse des transactions pour l'année 2008 a par ailleurs témoigné d'une diminution très importante des négociations enregistrées sur les petites et moyennes valeurs, sans doute du fait d'un moindre attrait des investisseurs dans un contexte de forte incertitude entourant la sortie de crise. La dynamique des cotes dépendra largement à l'avenir des conditions de sortie de la récession économique et de la remontée des niveaux de valorisation. De manière plus structurelle, il s'agira d'être vigilants sur les facteurs susceptibles d'empêcher un développement pérenne des marchés d'actions, en particulier sur les segments des petites et moyennes valeurs :

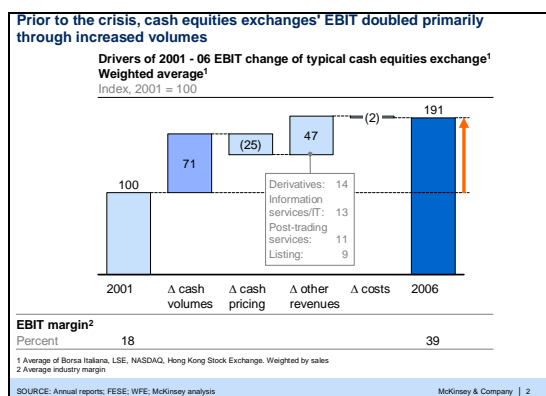
- les réglementations comptables et prudentielles auxquelles sont assujettis certains investisseurs institutionnels, de même que les contraintes de liquidité des fonds de gestion collective, peuvent conduire à une érosion des investissements en actions, notamment celles émises par des entreprises de taille modeste, en raison de leur liquidité insuffisante et d'un niveau de risque plus important ;
- le recul de l'intermédiation financière sur les petites valeurs, déjà visible dans certains pays, pourrait être amené à se renforcer dans le contexte de reconfiguration des activités de banque d'investissement ;
- la sortie par introduction en bourse étant rendue plus difficile, les capital investisseurs pourraient limiter en amont leurs investissements dans les entreprises, créant par là les conditions d'un ralentissement plus durable du processus de renouvellement des cotes.

II – Les infrastructures de négociation et de *post*-marché

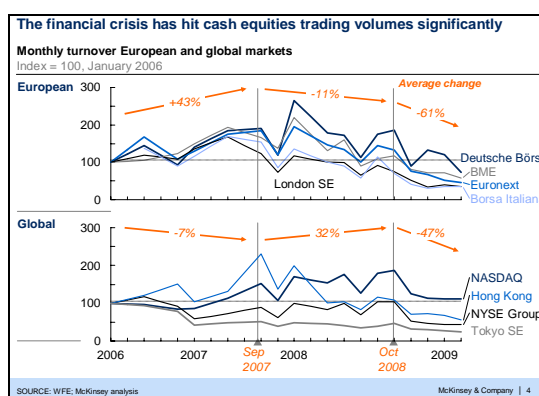
1. Les revenus des marchés organisés pénalisés par la pression concurrentielle et les effets de la crise financière

La crise a eu en 2008 et au début 2009 des impacts forts sur la plupart des sources de revenu des marchés boursiers, qu'il s'agisse du marché primaire (*listing*), des activités de négociation d'actions et de dérivés, ou des services technologiques ou d'information. Elle a cependant affecté particulièrement la profitabilité du cœur de métier traditionnel des opérateurs historiques, la négociation d'actions. Par nature cycliques, les volumes de transaction ont, jusqu'à la crise, vu leur importance comme source de profitabilité croître considérablement (graphique 22). Le contexte de crise est donc apparu comme particulièrement adverse, car il a amplifié les effets directs de la chute des volumes de négociation issue de la baisse d'activité des fonds alternatifs et de compte propre des banques (graphique 23) par celle des valorisations boursières et des marges de profitabilité (effets prix), sous l'effet d'une pression concurrentielle renouvelée sur les commissions de négociation. Dans ce contexte, il convient de s'interroger sur le caractère conjoncturel ou structurel des évolutions observées. Ceci conduit à examiner la nature de la concurrence exercée sur les marchés réglementés par les nouveaux acteurs de la négociation qui se sont multipliés consécutivement à l'adoption de la directive MIF.

Graphique 22 : L'importance des volumes de transaction dans la profitabilité des marchés réglementés



Graphique 23 : Baisse des volumes de transaction due à la crise



Source : *Impact of the Financial Crisis on Exchanges' Strategies*, IOMA/IOCA Annual Conference, 22/04/09

La négociation des dérivés compense d'ordinaire, grâce à ses propriétés contracycliques, les fluctuations des revenus de la négociation au comptant. Ce rôle devrait se rétablir à terme, mais la baisse des volumes de transaction émanant des gestions alternatives et pour compte propre des banques a affecté significativement, malgré le niveau de volatilité historiquement élevé, les produits dérivés. Au-delà de considérations techniques, comme par exemple la difficulté de financer les appels de marge, les impacts de la baisse des expositions spéculatives et des effets de levier sur les marchés à terme semblent appelés à se prolonger au delà de 2008.

Les revenus issus des services de *post*-marché ont montré un degré élevé de résilience jusqu'à fin 2008, les volumes de négociation de gré à gré compensés par la filiale Bclear de Liffe Euronext ayant, par exemple, enregistré une croissance de plus de 50% en 2008 et la volonté de la Commission européenne d'accroître la concurrence entre prestataires de services de *post*-marché en Europe n'ayant trouvé à ce stade qu'une expression limitée et seulement sur les marchés d'actions. A court terme, les revenus issus du règlement-livraison et de la conservation sont, en outre, pour les acteurs concernés, comme Clearstream Banking Frankfurt pour le marché allemand ou Euroclear pour les marchés Euronext, voués à bénéficier des importantes émissions obligataires destinées à financer les politiques de relance de l'activité économique. A l'inverse, les revenus provenant de la diffusion de données sont menacés en Europe par des offres alternatives de rediffuseurs de données, ou de consortiums bancaires (comme Markit Boat).

2. Négociation d'actions : les prémisses d'un développement de structures de marché fondées sur des exemptions aux obligations de transparence

La concurrence des nouvelles plateformes alternatives se concentre sur le cœur de métier des marchés réglementés d'actions

La directive MIF définit deux types de concurrents aux marchés réglementés (bourses traditionnelles) : des systèmes multilatéraux de négociation (SMN, ou MTF pour *Multilateral Trading Facilities*) et des internalisateurs systématiques (IS). Un facteur de différenciation additionnel des plateformes de négociation concerne par ailleurs leur recours éventuel aux exemptions de la directive en matière de transparence pré-négociation (*pre-trade*), qu'il s'agisse de traiter des ordres de grande taille (blocs), ou à des prix importés des marchés réglementés. Sur ces bases, l'importance du développement des plateformes alternatives consécutivement à l'entrée en vigueur de la MIF est avant tout attestée par leur nombre (voir tableau 5). Une grande majorité d'entre elles ont été lancées à Londres, le plus souvent à l'initiative de prestataires de services financiers également membres des marchés réglementés¹⁶.

Tableau 5 - Paysage concurrentiel de la négociation d'actions en Europe à fin avril 2009

	Système Multilatéral de Négociation			Internalisateur Systématique*
	Carnet d'ordres à cours limités	Carnet d'ordres à cours limités + Dark pool	Dark pool (exemption de transparence <i>pre-trade</i>)	
Banques et courtiers	BATS Trading** (UK) Burgundy (projet) (DK) MTF PEX	Chi-X (Chi-Delta en projet) (UK) Turquoise Plus Markets	ITG Posit Now (prix importés) (UK) Instinet BlockMatch (blocs) (UK) Liquidnet (blocs) (UK) NYFIX Euro Millennium (prix importés)(UK) ICAP BlockCross (projet) (blocs) (UK) Pipeline Block Board (blocs) (UK)	ABN AMRO (NL) BNP Paribas Arbitrage (BIX) (FR) Citigroup Global Markets Credit Suisse (CrossFinder) (UK) Danske Bank (DK) Deutsche Bank (DE) Goldman Sachs (Sigma-X) (UK) Knight Equity Markets (Link) (UK) Nomura International Nordea Bank (DK) UBS (UK)
Bourses	Equiduct**** (Börse Berlin)	NYSE Euronext : NYSE Arca Europe (NL)+SmartPool (prix importés) (UK) Nasdaq-OMX Europe+Neuro Dark (blocs) (Baltic)	DBAG (Midpoint Xetra) (prix importés) SWX (Swiss Block) (blocs) LSE (projet Baïkal) (blocs)	***

* Dans le contexte d'innovation accélérée, l'attribution des statuts d'internalisateur systématique et de dark pool appelle probablement à être clarifiée. On s'interroge à cet égard sur le statut des systèmes d'exécution Alpha-X Europe de Société Générale, Blink de CA Chevreux ou de Barclays (LX) et de Morgan Stanley (Pool). Notons en outre que Morgan Stanley, Goldman Sachs et UBS ont récemment interconnecté leurs dark pools.

** Les activités européennes de BATS Trading sont logées dans une filiale de ce marché réglementé (troisième par les parts de marché) aux Etats-Unis. L'actionnariat de BATS comprend notamment les banques Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, JP Morgan, Merrill Lynch et Morgan Stanley ainsi que les courtiers Getco, Lime Brokerage et Wedbush.

*** L'Internal Matching Facility de NYSE Euronext permet cependant aux membres de marché d'offrir un service similaire à l'internalisation systématique.

**** Equiduct a en réalité un statut de marché réglementé, mais nous considérons ici que d'un point de vue concurrentiel, il se situe plutôt comme une plateforme de négociation¹⁷.
Source : AMF

¹⁶ Ceci n'est par exemple pas le cas de BATS Europe ou Nasdaq OMX Europe dont les promoteurs sont des marchés réglementés américains. On distingue par ailleurs ici des cas comme celui d'ITG, dont les promoteurs ne sont pas *broker-dealers* mais seulement courtiers (*brokers*, pour compte de tiers). Les plateformes exclusivement dédiées à l'usage des investisseurs, comme Liquidnet, restent l'exception.

¹⁷ Equiduct vise une offre de négociation pan-européenne. Cette plateforme offre depuis avril 2009 les titres du FTSE 350 à la négociation et souhaite étendre cette offre aux grandes capitalisations françaises, néerlandaises et belges.

Certaines plateformes, confrontant généralement des ordres anonymes, s'étaient déjà développées en Europe avant l'entrée en vigueur en novembre 2007 de la directive MIF, à l'initiative d'acteurs américains spécialisés comme ITG Posit (depuis 1998) ou de Liquidnet (depuis 2002)¹⁸. Là où prévalait une absence d'obligation de concentration, des acteurs comme Chi-X ont également pu anticiper l'entrée en vigueur de la directive MIF, en démarrant leurs activités de négociation en mars 2007. Mais c'est seulement consécutivement à l'entrée en vigueur de la directive que les plateformes alternatives se sont véritablement développées de façon significative. Il est remarquable à cet égard que ces gains aient été principalement obtenus plutôt par la concurrence directe d'activités de cœur de marché des opérateurs historiques que par leur offre de services alternatifs ou innovants. C'est en effet la gestion de carnets d'ordres électroniques (carnet d'ordres à cours limités ou *Central Limit Order Books*) proposant la négociation sur le segment des grosses capitalisations (*blue chips*) composant les indices phares qui a permis à certains MTF d'acquérir des parts substantielles du marché de la négociation d'actions.

L'évaluation des gains de parts de marché des MTF nécessite un examen détaillé

Les parts de marché des MTF se mesurent à l'aune des volumes de transactions enregistrés. On distingue à cet égard surtout deux types de données : celles relatives aux carnets d'ordres électroniques (*central limit order books*) et celles relatives aux transactions réalisées hors marché (*over the counter* ou OTC) et publiées sur le marché grâce à des systèmes de publication agréés (*trade reporting services*) -qu'ils soient gérés par des marchés réglementés ou par des prestataires spécialisés, comme Markit Boat, au Royaume Uni. Les données sur les carnets d'ordres sont fiables par la capacité des systèmes à identifier les deux contreparties d'une transaction, là où, sur les marchés OTC, des déclarations distinctes de l'acheteur et du vendeur peuvent conduire à des déclarations multiples. D'autres réserves sur la qualité des données sur les transactions réalisées hors carnet s'y ajoutent. Au-delà des considérations sur la qualité des données, une telle agrégation des données risque fondamentalement de faire l'amalgame entre fourniture de services d'exécution et celle de services de publication et semble donc préjudiciable à une bonne appréhension de la situation concurrentielle des différents lieux d'exécution : les données agrégées risquent alors de désigner à tort comme lieux de négociation des lieux de publication de transactions réalisées ailleurs¹⁹. Il s'ensuit, par exemple, que les données publiées par X-Trakter au Royaume-Uni, qui portent sur une base d'échantillonnage non exhaustive mais significative, donnent une hiérarchie des acteurs très différente du *Market Share Report* de Reuters cité par CESR.

Si l'on considère exclusivement la négociation électronique d'actions en carnet (ne bénéficiant pas d'exemptions de transparence *pre-trade*), le gain de parts du marché de la négociation de valeurs liquides – segment de marché sur lequel se concentre la plupart des MTF – par certains des nouveaux MTF ressort comme significatif. Ainsi, sur les valeurs composant les cinq principaux indices de *blue chips* nationaux en Europe, les trois principaux MTF ont atteint en mars 2009 des parts de marché généralement comprises entre 20% et 25% (graphique 24)²⁰. Au-delà de l'examen des parts de marché, il ressort d'après les statistiques disponibles que les MTF sont en mesure de proposer les meilleures conditions de marché sur des titres liquides avec une fréquence élevée (graphique 25). En mars 2009, ils parvenaient ainsi, par exemple, à offrir les meilleurs prix et les

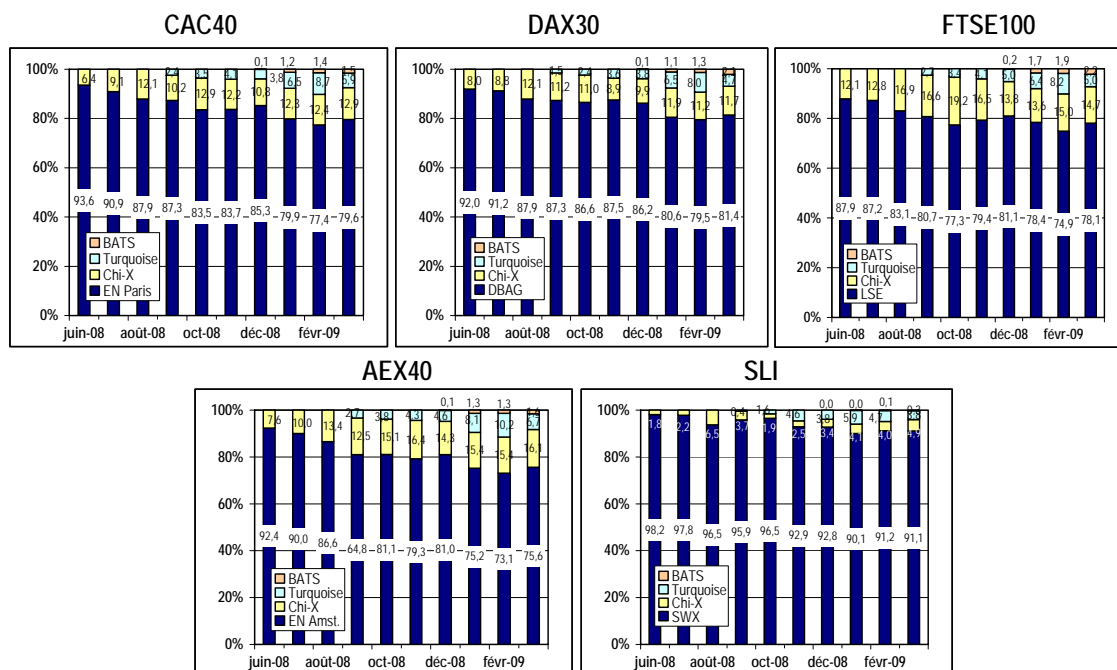
¹⁸ Le premier est un système de croisement d'ordres, le second de matching de blocs. Ces modes opératoires correspondent aujourd'hui aux deux principaux motifs d'exemption de transparence pré-négociation de la MIF.

¹⁹ Notons ici que, les coûts de transaction étant étroitement liés à la liquidité, les parts de marché des différents lieux d'exécution revêtent une importance stratégique car elles orientent le choix des lieux d'exécution par les investisseurs. Des données erronées favorisent une sélection sous-optimale des lieux d'exécution et distordent la concurrence. Des préoccupations sur la qualité des données ont été exprimées publiquement, notamment par certains investisseurs institutionnels (*buy side*). L'IMA britannique, par exemple, a appelé de ses vœux la création d'un système d'enregistrement centralisé (*consolidated tape*) analogue à celui des Etats-Unis. En tout état de cause, ceci conduit CESR à remarquer : "According to market data vendors who responded to the Call for Evidence, investment firms do not always take the necessary steps to ensure that equity trade data is accurate and reliable, leading to a confusing picture of the OTC market. This contrasted with equity data from regulated markets and MTFs which is generally considered to be of high quality." Ajoutons par ailleurs que Le MIFID Markets Sub-Group de CESR travaille actuellement à préciser la définition de l'"exécution d'une transaction" en vue d'améliorer la qualité des données relatives aux déclarations (*reporting*) faites aux régulateurs sur le marché OTC.

²⁰ Dans le cas de l'indice suisse SLI, ce chiffre est inférieur à 10%.

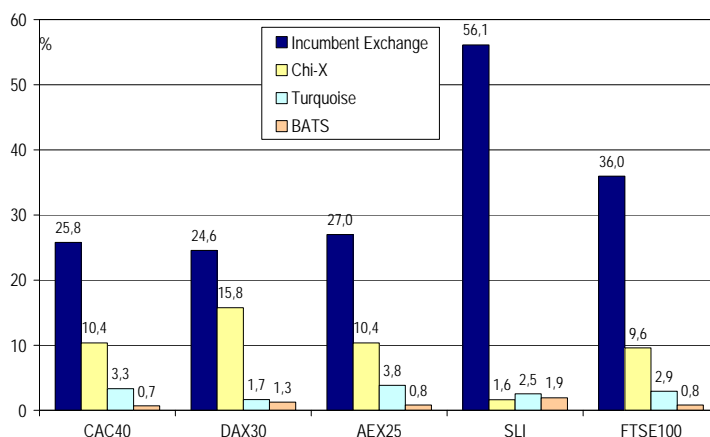
meilleures quantités une fois sur dix sur les valeurs du CAC40, ce qui les situe non loin des marchés réglementés (une fois sur quatre pour NYSE Euronext, voir graphique 26). La concurrence en matière de négociation d'actions s'exerce donc avant tout sur les quelques valeurs de grande capitalisation, qui concentrent l'essentiel des transactions et, sauf exception, ne concerne pas les valeurs de petite et moyenne capitalisation²¹.

Graphique 24 : Parts de marché de la négociation électronique d'actions soumise à transparence *pre-trade* des principaux marchés réglementés et MTF européens (juin 2008 - mars 2009)



Sources : Transaction Auditing Group, AMF

Graphiques 25 : Temps de présence avec les quantités les plus élevées aux meilleures limites du carnet des principaux marchés réglementés et MTF européens (mars 2009)



Sources : Transaction Auditing Group, AMF

²¹ Burgundy, initiative d'intermédiaires nordiques qui permet de traiter 600 valeurs cotées sur OMX depuis le 12 juin 2009, représente un cas particulier dans sa volonté affichée de concurrencer la négociation sur le segment de *mid-cap*.

Examen des avantages concurrentiels qui ont favorisé la croissance des MTF

Essentiellement organisés comme des carnets d'ordres électroniques recourant à des technologies de pointe mais fonctionnant sur des bases de coûts fixes réduits, les MTF qui ont obtenu des parts de marché significatives se sont développés essentiellement en pratiquant des tarifications "agressives", à l'image de Chi-X, Turquoise et BATS. Leur politique de développement les a cependant également conduit à mettre en avant d'autres types d'avantages concurrentiels.

- "Ouverture" des infrastructures

Les MTF se sont avant tout différenciés par leur capacité à intégrer sur un écran de trading unique des valeurs de différentes places européennes, en général les valeurs définies comme liquides par CESR. Les marchés réglementés qui, à l'instar de NYSE Euronext ou Deutsche Börse, ont cependant annoncé une offre de services de négociation sur des valeurs étrangères, soit sur des plateformes alternatives (filiales NYSE Arca Europe et SmartPool de NYSE Euronext), soit sur leur propre système de négociation (Xetra pour Deutsche Börse²²), pourraient réduire cet avantage comparatif.

- Infrastructures de négociation

A leurs débuts, les MTF ont pu, comme BATS aux Etats-Unis, mettre en avant des avantages technologiques, notamment en termes de temps de latence des exécutions d'ordres, et ont visé à satisfaire une demande de *trading* algorithmique ou "haute fréquence". Ces avantages ne semblent pas constituer en tant que tels des facteurs de différenciation durables, dans un contexte d'évolution technologique rapide, motivant de constants ajustements de la demande, et dans la mesure où les marchés réglementés ont également amélioré leurs infrastructures de négociation sur ce point²³.

- La tarification de l'exécution des ordres de bourse

Les MTF se sont principalement différenciés par leur tarification des services d'exécution. Ceci a eu des effets sur le niveau des prix mais aussi sur les structures tarifaires. Ainsi, le coût moyen d'exécution d'un aller-retour durant les trois premiers trimestres de l'année 2008 (graphique 26) s'y est-il situé dans une fourchette de 0,25 à 0,30 point de base (pb), en retrait des commissions de négociation des marchés réglementés (entre 0,80 et 2,90 pb) sur lesquels s'est donc exercée une forte pression à la baisse. Ces derniers ont donc réduit leurs tarifs de 10 à 15% sur Xetra et SETS et d'environ 30% sur NYSE Euronext au cours de 2008, les baisses profitant dans ce dernier cas plus spécifiquement aux utilisateurs générant de gros volumes de transactions. Plus récemment, NYSE Euronext a annoncé "une diminution globale des commissions de négociation d'approximativement 20% sur l'ensemble des marchés en Europe"²⁴.

En termes de structure tarifaire, cette agressivité des MTF s'est traduite par le recours croissant à des tarifications asymétriques visant à attirer la liquidité des marchés réglementés, c'est-à-dire différenciées selon que les ordres sont apporteurs (*liquidity makers*) ou consommateurs de liquidité (*liquidity takers*). Ceci fait écho

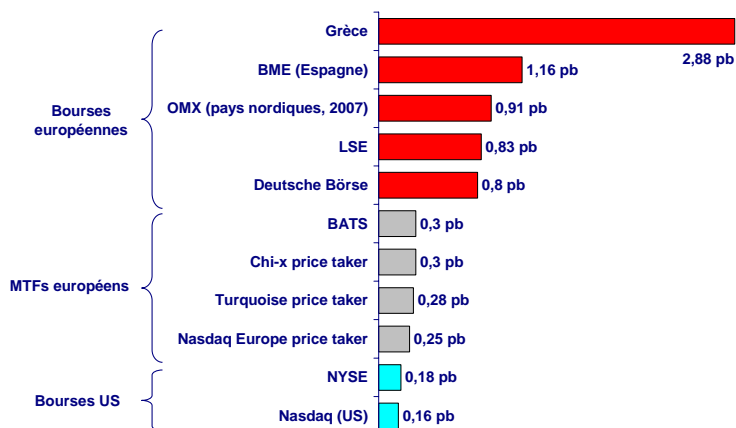
²² Deutsche Börse a annoncé le 16 avril 2009 le lancement pour fin 2009 de Xetra International Market, une plateforme de cotation de valeurs pan-européennes. Elle ambitionne en outre de fournir des solutions de compensation *via* Eurex Clearing à Francfort.

²³ Voir, par exemple, le communiqué de presse de NYSE Euronext du 5 mai 2009 : "NYSE Euronext and Ciena Partner on the First 100G Network - World's most diverse exchange group implementing high-speed, ultra-low latency trading and market data network with Ciena technology".

²⁴ Voir le communiqué : "NYSE Euronext présente sa nouvelle grille tarifaire intégrée pour ses marchés au comptant paneuropéens" du 24 mars 2009.

aux multiples initiatives tarifaires aux Etats-Unis²⁵, qui ont même amené les marchés réglementés à adopter des structures de prix inversées (*inverted pricing*), c'est-à-dire rémunérant les ordres apporteurs de liquidité. En Europe, les ordres apporteurs de liquidité sont en général facturés à environ 0,20 pb par les MTF, là où ceux qui consomment de la liquidité le sont à environ 0,30. Certains MTF ont cependant également adopté pour les clients traitant des volumes importants des structures de prix rémunérant les fournisseurs de liquidité, mais elles sont, à ce stade, moins répandues.

Graphique 26 : Coût d'exécution moyen d'un aller-retour (de 2008T1 à 2008T3)*



* Sur cette période, NYSE Euronext évalue ses frais à des niveaux proches mais légèrement inférieurs à ceux de Deutsche Börse.

Source : Morgan Stanley Research sur la base d'informations des bourses (moyenne jan.-sep. 08).

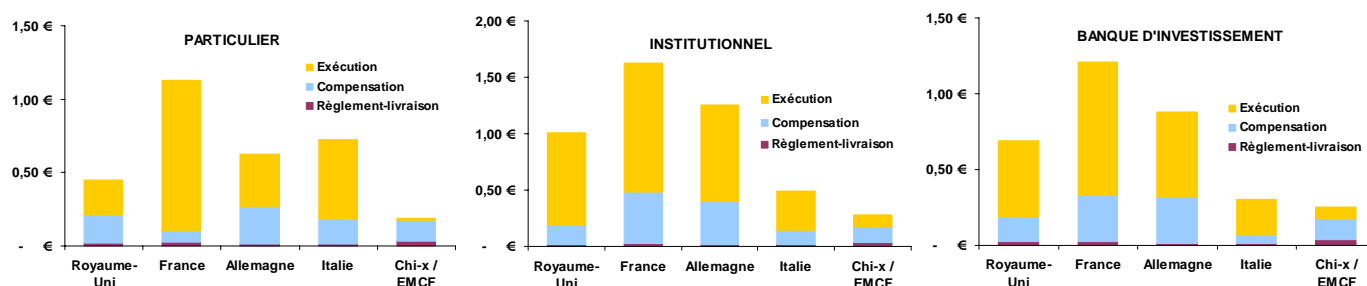
- Coûts de traitement *post*-marché et coûts implicites

En matière de coûts de négociation, la concurrence tarifaire des MTF ne s'est pas limitée aux commissions de négociation (explicites). Elle s'est en effet exercée également sur le segment du *post*-marché par le recours à de nouveaux prestataires de services de compensation -en l'occurrence, en particulier, de EMCF, filiale de Fortis, et EuroCCP, filiale de l'entité mutualiste américaine DTCC. Quoique l'importance et l'impact concurrentiel de ces baisses de coûts restent difficiles à mesurer avec précision, les estimations (graphique 27) montrent un écart substantiel avec les tarifs des chambres de compensation « historiques ». Ce dernier semble cependant voué à se réduire, LCH.Clearnet ayant par exemple développé depuis des offres concurrentes à l'intention des clients des MTF²⁶.

²⁵ La complexité des politiques tarifaires est illustrée aux Etats-Unis par une initiative de BATS Trading sur le segment des valeurs cotant moins de 5 dollars, qui a adopté en avril une structure de prix contre-intuitive rémunérant les consommateurs de liquidité et facturant les apporteurs de liquidité. Cette tarification différenciée par segment de marché est à relier à la décision de certains opérateurs de gérer plusieurs carnets distincts (multiple-book tactic) portant des tarifications différentes pour rentabiliser leurs infrastructures tout en ciblant plusieurs groupes de clients (voir, par exemple, Traders Magazine du 27 mars 2009, "BATS to Pay Liquidity Takers for Low-priced stocks").

²⁶ LCH.Clearnet Ltd offre des services de compensation aux utilisateurs d'Equiduct, Smartpool et NYSE Arca et se propose comme seconde contrepartie centrale de BATS Europe depuis le 5 mai 2009.

Graphique 27 : Coûts de transaction explicites par type d'acteur (mai 2008)



* *Méthodologie : ces données sont issues de simulations établies sur la base des grilles tarifaires des marchés et d'hypothèses, pour l'investisseur considéré, d'une part sur la taille d'une transaction et d'autre part sur le volume de transactions total. Pour un investisseur particulier, la simulation est ainsi faite sur la base d'une taille de transaction correspondant à la moyenne observée de 2500 EUR et d'un volume de transaction équivalent à 0,2% du volume de transaction du total du marché considéré. Pour un institutionnel et une banque d'investissement, ces paramètres sont respectivement de 20.000 EUR et 3,0% et de 15.000 EUR et 11,0%. Les résultats ressortent comme robustes aux effets de seuil, car assez peu sensibles à de faibles modifications des paramètres.*

Source : AFTI/ Equinox consulting 2008.

L'évolution récente du contexte concurrentiel conduit les MTF à faire évoluer leur *business model* et à diversifier leurs sources de revenu :

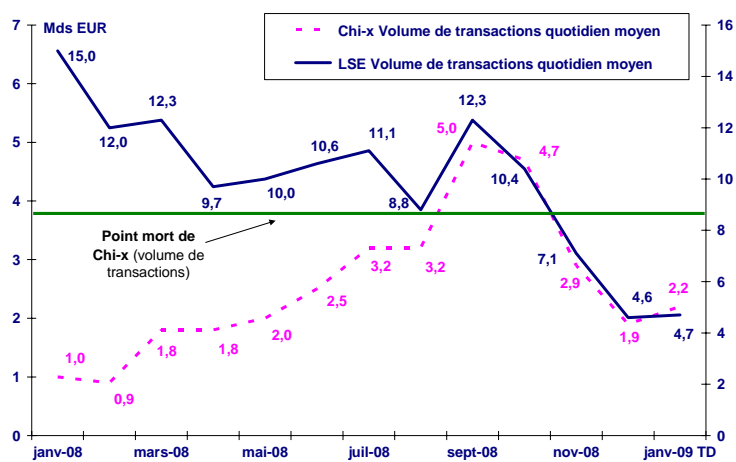
- Des interrogations sur la viabilité du *business model* qui a fait le succès récent des MTF

La viabilité du *business model* de concurrence directe du carnet d'ordres des marchés réglementés qui a fait le succès des MTF semble remise en cause par différents facteurs. On distingue à cet égard les facteurs conjoncturels et les facteurs structurels. Sur le premier aspect, il semble que la sensibilité des MTF aux aléas conjoncturels, matérialisés par les changements dans les volumes de transaction, ait changé depuis le début 2008. Le graphique 28 montre ainsi que là où la forte croissance des volumes enregistrés par Chi-X était restée jusqu'à l'été 2008 largement décorrélée de l'évolution des volumes traités sur le London Stock Exchange, la forte baisse des volumes après cette date a affecté les MTF et ce marché réglementé dans des proportions similaires. Cette tendance semble largement induite par une baisse des volumes générés par les gestions alternatives et algorithmiques. Sur cette base, le seuil de rentabilité n'est pas atteint par la plupart des nouveaux MTF. Ainsi, Chi-X, malgré son développement rapide et sa base de coûts limitée, semble ne l'avoir atteint que brièvement en début d'année 2009²⁷. Aussi, compte tenu de la pause observée dans le processus de développement des MTF, leurs actionnaires pourraient être amenés à reconsidérer l'intérêt de leurs participations, d'autant plus que ces dernières sont multiples, dans divers projets concurrents²⁸. Si les effets de la crise (notamment sur le bilan des banques) ont certainement renforcé l'exigence de rentabilité des actionnaires, ce point est toutefois à nuancer car ces derniers tirent souvent, en tant que prestataires de services d'investissement, également un bénéfice indirect de la pression à la baisse sur les coûts de transactions.

²⁷ Le seuil de rentabilité de Chi-x est évalué à environ 4 milliards d'euros de volumes de transactions quotidiens moyens par Morgan Stanley (graphique 29).

²⁸ Les banques d'investissement (*bulge bracket firms*), en particulier, sont généralement parties prenantes à de multiples projets concurrents. Début 2008, par exemple, une seule des neuf banques (Deutsche Bank) participant au capital de Turquoise n'était pas présente dans celui de Chi-X. Inversement, parmi les treize intermédiaires financiers représentés au capital de Chi-X (BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société Générale, UBS, Citadel, Fortis, Getco, Lehman Brothers et Optiver), seuls les cinq derniers ne participaient pas au capital Turquoise dont le système était alors en devenir.

Graphique 28 : Volumes de transactions sur le London Stock Exchange et sur Chi-X depuis janvier 2008



Source : Company data, Morgan Stanley Research

Plus structurellement, certains MTF sont parvenus à conquérir des parts de marché, mais les plateformes alternatives restent généralement incapables de fournir une liquidité comparable à celle des marchés réglementés. Ceci a notamment été révélé par leur faible capacité à capter les volumes de transactions des marchés réglementés durant différents épisodes de disruption accidentelle de leurs systèmes de négociation²⁹. Il semble donc à ce stade peu probable que ces MTF se développent comme leurs homologues américains BATS et DirectEdge, qui se sont récemment convertis en marchés réglementés³⁰.

- Une mutation des MTF est d'ores et déjà à l'œuvre

Compte tenu de ces risques sur la viabilité de leur *business model*, les MTF sont amenés à rechercher des relais de croissance. Trois axes de développement peuvent être identifiés. Le premier est la fourniture de données et de services informatiques dont certains MTF ont fait une source de revenus à part entière. Comme fournisseurs de services aux utilisateurs de techniques de gestion des ordres automatisées, les MTF ont développé des compétences techniques de nature à être rentabilisées par le développement d'offres spécialisées. Ceci est attesté par des initiatives de différents MTF, à l'instar de Chi-X, qui a récemment développé une offre technologique (Chi-Tech) consistant dans le développement de plateformes de *trading* algorithmique à l'usage d'intermédiaires financiers³¹ ou de la reconversion d'Equiduct dans la fourniture de données³².

Le second axe de développement est la négociation de produits autres que les actions. Plusieurs plateformes ont décidé ou envisagent d'étendre leur cote à d'autres types de produits, qu'il s'agisse de produits structurés (comme Chi-X), de dérivés d'actions (Turquoise), ou de fonds (Equiduct envisage de coter des ETF), susceptibles de générer des marges de profitabilité supérieures mais aussi de stabiliser leurs revenus³³.

²⁹ En particulier au cours de la journée du 8 septembre 2009 sur le London Stock Exchange ou au cours des deux premières heures de la séance du 20 avril 2009 sur NYSE Euronext. Pour plus de détail, voir, par exemple, "Technical Trouble Delays Trade on NYSE Euronext" du Wall Street Journal du 20 avril 2009.

³⁰ La demande de DirectEdge à cet effet est en cours d'examen par la SEC.

³¹ Voir, par exemple, "Oddo & Cie deploys Chi-Tech trading platform" (Finextra du 8 avril 2009).

³² Voir Reuters : "Equiduct eyes market data as revenue driver" du 8 mai 2009.

³³ L'article du Financial News du 5 mai 2009 "MTFs respond to pressure", précise que ceci permettrait aux MTF de satisfaire la demande de certains intervenants de traiter différentes classes d'actifs sur un seul écran afin de mettre en œuvre des stratégies d'arbitrage ou de couverture de grosses positions sur les actions.

Le dernier axe est celui de l'offre de services de *dark pool*. Les MTF gèrent des carnets d'ordres électroniques généralement similaires aux carnets d'ordres à cours limités des marchés réglementés. Une majorité d'entre eux a cependant introduit une activité de "*dark pool*", c'est-à-dire de négociation exemptée de transparence pré-négociation. Cette tendance semble d'ailleurs s'accroître, de nombreuses initiatives ayant été lancées ces derniers mois. En réalité, les caractéristiques de marché visant à réduire le coût d'impact des transactions forment un continuum entre les marchés réglementés, sur lesquels différents types d'ordres cachés et fonctionnalités permettent de limiter la transparence *pre-trade* et les *dark pools*, qui constituent des carnets d'ordres distincts bénéficiant d'exemptions de transparence pré-négociation.

Sur la base de ces observations sur les MTF et les marchés réglementés, il ressort, dans une perspective réglementaire, une insuffisance des éléments disponibles pour établir un bilan du bénéfice de la concurrence en matière de négociation d'actions. Les coûts de négociation à considérer pour une telle évaluation comprennent en effet des coûts explicites et des coûts implicites. Or, les coûts de négociation considérés plus haut ne représentent qu'une partie des coûts explicites, à savoir les commissions de transaction et les frais de *post*-marché. Ne sont donc évalués ni les coûts d'acquisition et de consolidation de l'information dans l'univers de négociation désormais fragmenté, qui sont précisément désignés comme en hausse par différents participants de marché³⁴, ni les coûts implicites. Une prise en compte de ces derniers supposerait de considérer deux familles d'indicateurs additionnels : des indicateurs de coût instantané de la liquidité (comme les fourchettes de prix affichées ou *bid-ask spreads*) et des indicateurs de coût d'impact (dans le temps) des transactions, qui permettraient d'évaluer dans quelle mesure le développement de *dark pools* a effectivement permis de réduire les décalages de prix consécutifs à la réalisation de transactions de grande taille sur le marché³⁵. Les rares évaluations empiriques disponibles montrent une croissance significative, ces derniers mois, des fourchettes affichées³⁶, mais interpréter structurellement ce phénomène reste difficile car il est perturbé par la volatilité due à la crise. Par ailleurs, la baisse de taille des transactions notée sur les marchés réglementés pourrait être révélatrice d'une hausse des coûts d'impact (contre laquelle les opérateurs se prémuniraient en fragmentant leurs ordres), mais là aussi cet indicateur indirect reste sommaire. En l'absence d'analyse plus systématique, il reste donc difficile d'évaluer dans quelle mesure la concurrence exacerbée des MTF et des marchés réglementés s'est effectivement traduite par une réduction des coûts de négociation. Enfin, quand bien même nous pourrions considérer comme acquise une baisse des coûts, il convient également de tenir compte du fait qu'elle peut être obtenue au prix d'une dégradation du processus de formation des prix.

3. La structure des marchés obligataires et de dérivés de crédit mise en cause par la crise

La crise financière souligne l'intérêt d'accroître la transparence des marchés de gré à gré

Le processus de propagation des effets de la crise des *subprimes* américains à la quasi-totalité des marchés du crédit depuis la fin 2007 a fait intervenir plus particulièrement trois segments des marchés de gré à gré : celui de la dette titrisée qui restructurait et rediffusait les risques initialement portés par les banques, celui des dérivés de crédit (CDS) et enfin celui de la dette *corporate*, lorsque des effets macroéconomiques "de deuxième tour" se sont diffusés. De ce fait, le marché de la dette *corporate* a enregistré non seulement une dégradation des prix (cf. *supra*) mais aussi, et de façon nettement plus marquée que sur les marchés d'actions cotées³⁷, une dégradation de la liquidité. Ce mouvement s'est caractérisé en Europe par un écartement significatif des fourchettes de cotation (*quoted spreads*), qui mesurent l'écart instantané entre cours à l'achat et à la vente d'un

³⁴ Sans qu'une quantification ne soit pour autant proposée.

³⁵ Plus généralement les coûts d'impact correspondent à des décalages de prix adverses susceptibles de survenir du fait de la présence d'asymétries informationnelles.

³⁶ Voir, par exemple, l'indicateur de *time-weighted spread* sur le London Stock Exchange proposé à cet effet par le rapport CESR intitulé "Impact of MiFID on Equity Secondary Markets" de juin 2009.

³⁷ L'écartement des *quoted spreads* sur le marché réglementé du London Stock Exchange (LSE) est par exemple documenté dans la réponse du LSE à la consultation du CESR dans le cadre de son évaluation des impacts de la directive MIF sur la transparence du marché secondaire des actions (Impact of MiFID on Equity Secondary Markets).

même titre. Ces développements conjoncturels ont ainsi souligné une caractéristique structurelle des marchés de crédit, à savoir que les *spreads* de crédit y sont plus élevés que ne le justifient les taux de défaut historiques (*credit spread puzzle*) et qu'ils incluent, donc, une prime de liquidité significative³⁸ susceptible de s'accroître largement en temps de crise.

Des orientations globalement favorables à une plus grande transparence de certains segments de marché, mais des interrogations sur la structure optimale du marché

Les interrogations suscitées par l'illiquidité des marchés ont milité plus particulièrement pour des réformes de la structure des marchés secondaires des produits qui avaient joué un rôle significatif dans la propagation de la crise. En particulier, il est apparu opportun de reconsidérer en Europe le champ d'application des obligations de transparence de la directive MIF, là où le mandat donné à la Commission européenne (par l'article 65 de la directive) de réévaluer les possibilités d'extension des obligations de transparence pré- et *post*-négociation aux classes d'instruments autres que les actions avait conduit à la publication d'un rapport en avril 2008³⁹ concluant provisoirement à l'absence de défaillance de marché (*market failure*) et, donc, à l'absence de besoin d'intervention réglementaire. Aussi est-il aujourd'hui envisagé d'étendre certaines obligations de transparence à certains segments des marchés du crédit, en l'occurrence au marché *corporate* mais aussi au marché de la dette titrisée et des dérivés de crédit⁴⁰.

Sur ces bases, s'inspirant de l'expérience américaine –la mise en place par le NASD du système TRACE de publication⁴¹ *post*-négociation des transactions sur obligations *corporate* en 2002, dont les effets positifs sur la liquidité ont été largement documentés⁴²– et des recommandations d'études de structure de marché destinées à informer les interrogations de la Commission européenne⁴³, les travaux initiés par le CESR pourraient conduire à tout le moins à favoriser une convergence des structures de marché de part et d'autre de l'Atlantique, c'est-à-dire à renforcer les obligations de transparence *post*-négociation prévalant en Europe sur le marché des obligations *corporate*.

Mais deux autres formes d'extension du dispositif réglementaire pourraient également être envisagées :

- la première pourrait consister à formuler des obligations de transparence pré-négociation. Compte tenu de leurs impacts négatifs sur les incitations des teneurs de marché à offrir de la liquidité au marché, le bénéfice d'un tel accroissement de la transparence pré-négociation pour la liquidité est cependant plus difficile à évaluer et incite donc à la plus grande prudence ;
- la seconde concerne l'extension du champ des obligations de transparence à d'autres produits que les obligations *corporate* et porte notamment sur les produits structurés et les dérivés de crédit, sachant que lorsqu'ils ne sont pas cotés, les transactions les concernant ne font à l'heure actuelle l'objet d'aucune obligation de transparence ou de *reporting* aux régulateurs.

³⁸ Ceci est documenté par différents travaux académiques et en particulier par Elton, Gruber, Agrawal et Mann (2001). Sur le marché européen, on citera notamment de Jong & Driessen (2005).

³⁹ EU Commission's Report on non equity Market Transparency – April 2008

⁴⁰ Cf. "Consultation on transparency of corporate bond, structured finance products and credit derivatives markets" de CESR du 19 décembre 2008 (CESR/08-1014).

⁴¹ Les informations publiées incluent les prix et les quantités et, dans plus de la moitié des cas, le sont sous moins de 45 minutes.

⁴² Voir en particulier Edwards, A., L. Harris, and M. Piwowar, 2006, "Corporate Bond Transaction Costs and Transparency," *Journal of Finance* forthcoming; Bessembinder, H., W. Maxwell, and K. Venkataraman, 2006, "Market Transparency, Liquidity Externalities, and Institutional Trading Costs in Corporate Bonds", *Journal of Financial Economics*; et Goldstein, M., E. Hotchkiss, and E. Sirri, 2006, "Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds," *Review of Financial Studies*.

⁴³ Deux études empiriques ont été conduites en 2006 sous l'égide de différentes associations professionnelles d'intermédiaires financiers pour alimenter le débat réglementaire européen : Biais, Declerck, Dow, Portes, von Thadden (2006), "European Corporate Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency", CEPR et Dunne, Moore, Portes (2006), "European Government Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency", CEPR.

Un bénéfice d'une plus grande transparence *post*-négociation serait notamment de pouvoir étendre les exigences de meilleure exécution de la directive MIF à de nouvelles classes d'actifs dans un contexte où les investisseurs ne disposent à présent pas des informations nécessaires pour en évaluer le respect, en dehors des transactions réalisées sur les marchés réglementés et sur les MTF soumises à obligation de transparence. Quoiqu'il en soit, si des obligations devaient être stipulées en matière de transparence des négociations sur instruments négociés de gré à gré, la gouvernance et les spécificités techniques des dispositifs déclaratifs mis en place revêtiraient une importance particulière.

4. Les repositionnements stratégiques des intermédiaires de marché et leurs effets sur la concurrence et l'organisation des marchés

En matière de négociation d'actions, l'examen des conditions de la concurrence entre marchés réglementés et MTF conduit ci-avant ne considère pas le troisième type d'acteurs défini par la directive MIF : l'internalisateur systématique. De fait, le développement de l'internalisation systématique par les banques qui avait pu être anticipé par certains s'est avéré, dans un premier temps, limité –et probablement contenu, en ce qui concerne NYSE Euronext, par une offre d'internalisation en bourse (*Internal Matching Facility*). Depuis, certaines initiatives ont néanmoins vu le jour, notamment, en France, à l'initiative de BNP Paribas. Plus généralement, dans le contexte de crise, les grandes banques d'investissement ont été amenées à réduire leurs activités de négociation pour compte propre (*principal trading*) et à développer celles d'exécution sans intervention du compte propre (*agency trading*), moins consommatrices de liquidités⁴⁴. Or, ces activités de courtage, développées sur la base d'infrastructures technologiques importantes, peuvent à certains égards être considérées comme directement concurrentes de celles des bourses. Reconsidérer l'organisation du champ concurrentiel apparaît alors d'autant plus nécessaire que le contexte d'innovation en matière de structure de négociation d'actions sollicite de plus en plus fréquemment des réexamens des régulateurs et que la ligne de partage des activités des différents types d'acteurs ressort à cet égard comme de plus en plus ténue, en particulier là où prévalent des exemptions de transparence sur les conditions de négociation.

Par-delà les marchés d'actions, les dysfonctionnements des mécanismes de fourniture de liquidité observés en temps de crise conduisent à reconsidérer les principes d'organisation et de structure des marchés de gré à gré d'où provenaient jusqu'alors l'essentiel des profits des banques d'investissement. Sont à cet égard concernés les marchés de taux comme ceux de dérivés négociés de gré à gré, sans qu'à ce stade les évolutions soient homogènes sur les différents segments de marché. Si les évolutions relatives aux marchés de dérivés ont surtout, pour l'heure, des implications en matière de traitement opérationnel et de *post*-marché des négociations sur le segment des CDS, sur les marchés d'obligations *corporate* et de dette titrisée, elles sont plutôt de nature à modifier les infrastructures de négociation par l'adoption de règles de transparence *pré*-et/ou *post*-négociation. Enfin, la stratégie des banques est également déterminée par le développement de leurs activités de *post*-marché, la profitabilité reposant de ce point de vue surtout sur la fourniture de services de financement en marge des activités de conservation, comme le *prime brokerage*. A cet égard, on observe simultanément un mouvement de concentration destiné à réaliser des économies d'échelle là où les investissements technologiques revêtent une importance croissante et où le marché s'internationalise, ainsi qu'une tendance à la spécialisation sur des segments de marché moins concurrentiels et donc plus lucratifs, lorsque la nature des services fournis permet de se différencier.

De façon générale, il pourrait résulter de ces évolutions une mutation des structures des marchés et un déplacement des frontières entre marchés réglementés et de gré à gré de nature à occasionner une reconfiguration du rôle des banques en matière d'intermédiation de marché.

⁴⁴ "Wholesale Banks-Outlook for Global Wholesale & Investment Banking" (Oliver Wyman & Morgan Stanley, 30 mars 2009).

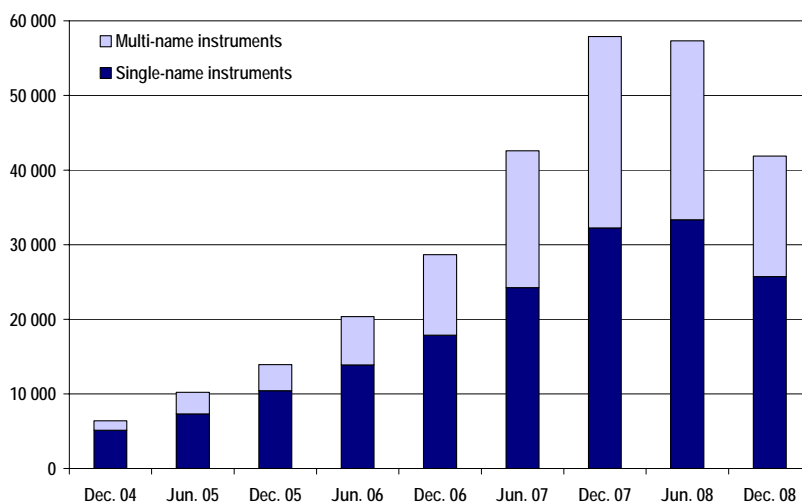
5. Infrastructures de *post*-marché : des avancées vers une maîtrise plus grande des risques sur les marchés dérivés de gré à gré

Les marchés de dérivés traités de gré à gré ont très récemment fait l'objet d'une attention particulière dans la mesure où, fournissant des instruments de couverture de certains risques de crédit, ils ont joué un rôle significatif dans la retransmission des effets de la crise du marché de la titrisation. Il en a résulté un développement spontané du recours à la compensation sur certains segments de marché comme celui des *swaps* de taux d'intérêt, mais surtout une focalisation des initiatives réglementaires et privées sur celui des CDS. Dans ce contexte, il apparaît opportun de retracer les principales évolutions de structure du marché de ces titres dont les évolutions sont propres à caractériser un débat plus général sur les risques liés aux marchés de dérivés traités de gré à gré.

La croissance du marché des CDS et leur rôle dans la crise appellent à une plus grande maîtrise des risques

Au terme d'une croissance très forte, de l'ordre de 110% par an au cours de la période 2004-2007, les montants notionnels mondiaux de CDS en circulation étaient estimés par la BRI à 57,9 trillions de dollars à fin 2007, soit 9,7% du marché mondial global des produits dérivés négociés de gré à gré (graphique 29). Fin 2008, le fléchissement de 27,6% des encours, à 41,9 trillions de dollars, s'est expliqué en large partie par un mouvement de rationalisation des contrats⁴⁵, en vertu duquel des encours très significatifs (17 trillions de dollars au seul premier semestre 2008) ont été annulés pour être remplacés par un nombre plus limité de contrats compensant de façon multilatérale les positions (cf. *infra*). Cette baisse ressort néanmoins largement comme "technique", car la valeur brute de marché des contrats, qui est un meilleur indicateur de risque puisqu'elle mesure le coût de remplacement des contrats existants, a progressé, pour sa part, de 182,3% en 2008 du fait de la hausse des risques de crédit et de contrepartie.

Graphique 29 : Encours notionnels de CDS
(milliards de dollars)



Source : Banque des Règlements Internationaux

⁴⁵ La société TriOptima (qui a commencé à offrir des services d'annulation de contrats par compression multilatérale en 2003) déclare avoir annulé pour 30,2 trillions de dollars d'encours notionnels de CDS au cours de l'ensemble de l'année 2008 et 5,5 trillions de dollars au cours du 1^{er} trimestre 2009.

Dans ce contexte, la crise financière a rappelé avec acuité les risques propres au marché des CDS. Ces risques, qui caractérisent d'ailleurs potentiellement aussi d'autres marchés de produits traités de gré à gré, étaient identifiés dans l'exercice 2008 de cartographie des risques réalisé par l'AMF. Essentiellement d'ordre opérationnel, ils concernent les différents maillons de la chaîne de traitement des ordres. On identifie ainsi, en particulier, des risques :

- liés aux processus internes, comme ceux qui résultent des délais de validation des transactions (*trade confirmation backlogs*) ;
- de non conformité des contrats lorsque, par exemple, un contrat est inapplicable dans certaines juridictions, ou ne définit pas de façon appropriée les conditions de défaut ;
- de contrepartie, lorsqu'un participant ne connaît pas ou apprécie mal les risques portés par sa contrepartie. L'importance de ces risques a été perçue avec acuité lors des défaillances bancaires occasionnées par la crise financière ;
- de mauvaise traçabilité des opérations et de leurs caractéristiques de volume ou de prix, limitant ainsi la transparence des opérations vis-à-vis du marché et le *reporting* aux autorités compétentes.

En outre, la conjonction de facteurs structurels et conjoncturels a souligné la dimension systémique de ces risques. A l'origine, la vocation du marché des CDS était en effet essentiellement, pour les banques, de mutualiser entre elles des risques de crédit portés à leur actif. Ceci était donc de nature à réduire le risque systémique. Mais le rôle de ce marché a évolué. Sa croissance récente a en effet été soutenue en grande partie par le développement des produits de financement structurés complexes et risqués de type CDO synthétiques, qui a alimenté la demande de CDS. L'offre de couverture des risques de défaut a dans ce cadre été alimentée dans une certaine mesure par des investisseurs institutionnels comme les *hedge funds*, qui n'avaient pas fondamentalement vocation à vendre de l'assurance crédit et dont la solidité financière était parfois difficilement appréciable compte tenu des conditions de faible transparence dans lesquelles ces acteurs exercent leur activité. Mais c'est en pratique l'échelle des défaillances bancaires et les difficultés rencontrées par les assureurs *monoline* qui ont véritablement démontré l'importance du risque de contrepartie et sa nature systémique. Au total, ce risque est donc apparu comme le résultat d'une concentration des positions acheteuses et vendeuses et du manque de visibilité sur ces positions dû à l'absence de centralisation des informations sur les transactions et à l'insuffisante standardisation des contrats⁴⁶.

La révision de l'organisation du marché des CDS soulève des questions plus générales sur la structure de marché optimale

Malgré la difficulté de quantifier les bénéfices tirés d'une diminution du risque systémique face aux coûts de mise en place de mécanismes destinés à le réduire, un consensus entre régulateurs⁴⁷ et participants au marché s'est donc établi, à la faveur de la crise, sur la nécessité d'améliorer transparence et gestion des risques sur le marché des CDS par le développement d'infrastructures *ad hoc*. Cette volonté a été à l'origine de plusieurs développements, et s'est notamment traduite par :

- la promotion aux Etats-Unis par la DTCC d'un "*Trade Information Warehouse*" offrant divers services liés à la gestion administrative des CDS (automatisation de paiements, etc.) et centralisant les informations sur les transactions réalisées. La constitution d'un système analogue en Europe est aujourd'hui envisagée ;

⁴⁶ L'hétérogénéité des opérations complexes a fortement été réduite ces dernières années, notamment pour les CDS indiciaires grâce aux effets combinés de standardisation de l'ISDA et au rôle joué pour ces instruments par les "sponsors" (ITraxx ou Markit) des indices sur lesquels certains sont référencés. Cette standardisation permet d'intégrer les CDS sur indices simples et liquides dans les architectures conventionnelles de compensation.

⁴⁷ Voir, par exemple, le communiqué du G20 du 2 avril 2009.

- un recours accru aux services de *compression des contrats* sur CDS américains et européens offerts par des plateformes comme TriOptima⁴⁸ et plus récemment Creditex et Markit⁴⁹. Ces services consistent à consolider les informations des différentes contreparties sur les contrats concernés et à substituer des contrats bilatéraux conservant les mêmes expositions nettes mais réduisant les expositions brutes des contrats initiaux, qui sont donc, *in fine*, annulés ;
- le lancement par l'ISDA d'initiatives de principalement deux ordres, les premières affectant les procédures opérationnelles sans modifier les contrats⁵⁰, les secondes amendant les contrats eux-mêmes. Les premières se sont traduites notamment par l'adoption à l'automne 2008 –généralisée par l'ISDA depuis le 16 mars 2009– de nouvelles procédures de règlement des contrats par mise en place de mécanismes d'enchères⁵¹ afin d'améliorer la gestion du risque de contrepartie⁵². Les secondes ont eu pour effet d'accroître sensiblement la standardisation des contrats⁵³ ;
- le développement, pour les produits fongibles et standardisés le permettant, d'une offre de services de compensation centrale⁵⁴ destinée à réduire les risques opérationnels et de contrepartie. Ce dernier point revêt une importance particulière car les services de compensation requièrent une standardisation préalable des contrats auxquels ils s'appliquent, là où de nombreux contrats, généralement référencés sur des entités uniques (*single name*), ne sont pas fongibles, notamment lorsqu'ils présentent des différences de profil de versement des coupons.

6. Les infrastructures de *post*-marché au cœur des enjeux concurrentiels et de structure des marchés

Le rôle des infrastructures de *post*-marché s'analyse différemment selon qu'il concerne des marchés qui, comme les marchés réglementés d'actions, sont traditionnellement compensés, automatisent largement le règlement-livraison et se voient offrir des gammes de services titres étendues, ou qu'il concerne des marchés de gré à gré où son développement a été historiquement freiné par la fongibilité et la standardisation limitée des produits traités. Sur les premiers, il s'agit essentiellement de rationaliser les infrastructures dans un marché européen où la rémunération des services de *post*-marché reste prédominante dans la structure générale des coûts des

⁴⁸ "La société privée TriOptima a commencé d'offrir des services d'annulation de contrats par compression multilatérale des positions des opérateurs sur dérivés de gré à gré en 2003, d'abord pour les swaps de taux, puis pour les CDS. Un cycle d'annulation se déroule en deux temps : 1) les courtiers communiquent à TriOptima les informations relatives à leurs positions sur dérivés, contrat par contrat, et TriOptima vérifie que, pour un même contrat, les deux contreparties lui ont déclaré des conditions identiques ; 2) TriOptima établit, entre les participants, un jeu de contrats bilatéraux conservant les mêmes expositions nettes mais réduisant les expositions brutes". Source BRI, décembre 2008.

⁴⁹ Creditex et Markit, sous l'égide de l'ISDA, ont lancé des "cycles de compression" des CDS sur signature unique à l'été 2008. Le premier s'est terminé le 27 août. Fin novembre, à l'issue de 26 cycles de compression, l'encours notionnel de CDS avait reculé de 1 100 milliards de dollars. Source : Creditex, communiqué de presse du 24 novembre 2008.

⁵⁰ L'adoption de coupons standard de 100pb ou 500pb et le retrait de clauses *Modified Restructuring*, en vertu desquelles les restructurations de dette (au sens de l'ISDA) peuvent déclencher un défaut de paiement sur le CDS. Les nouveaux contrats contiennent une clause *No Restructuring*, qui exclut la restructuration de la liste des événements de crédit, ce qui accroît la fongibilité des contrats.

⁵¹ Ce mécanisme donne une valeur unique aux sous-jacents et permet donc un règlement uniforme à l'échéance des CDS. Autorisant les livraisons en espèces, il réduit aussi les problèmes de livraison physique, notamment lorsque le nombre de CDS émis est supérieur au volume de dette sous-jacente.

⁵² Consécutivement à la faillite le 15/09/08 de Lehman Brothers, l'ISDA a notamment géré le règlement par enchères le 10/10/08 des CDS sur la dette de cette entité.

⁵³ En avril 2009, l'ISDA a lancé un protocole baptisé "big bang sur les CDS" qui vise notamment à créer des "comités de décisions" chargés en particulier des décisions relatives aux événements de crédit et des modalités de règlement lors des enchères.

⁵⁴ La compensation est dite par contrepartie centrale, lorsque la chambre de compensation, outre sa fonction technique de calcul des soldes nets, se substitue juridiquement, par "novation", aux vendeurs et acheteurs initiaux pour garantir la bonne fin des transactions. Les bénéfices tirés d'une chambre de compensation centrale sont multiples : la garantie de bonne fin de l'exécution des transactions, la transparence des échanges notamment en matière de prix et ses effets potentiellement bénéfiques sur la liquidité des contrats, la mise en œuvre de procédures de contrôle et d'appels marge. Sur ces bases, la mission d'une chambre de compensation consiste essentiellement à contrôler la solvabilité des adhérents, définir les règles de couverture des positions ouvertes et celles applicables, le cas échéant, aux liquidations.

transactions⁵⁵ (notamment transfrontalières) et d'organiser, le cas échéant, la concurrence entre elles. Sur les seconds, elle interroge plus fondamentalement sur la nature des services qu'il est nécessaire et utile de développer et soulève des questions d'organisation de la concurrence entre prestataires de services de compensation. Traiter ces questions présuppose une réflexion sur l'accès au marché et la fongibilité des contrats.

La structure optimale d'organisation de la concurrence entre prestataires de services de compensation reste à trouver

L'organisation de la concurrence entre infrastructures de compensation crée deux types de difficultés. La possibilité d'une telle concurrence engendre tout d'abord des risques opérationnels liés à l'organisation de l'interopérabilité des chambres de compensation. Celle-ci nécessite de mettre en place des mécanismes harmonisés de gestion des risques de crédit, opérationnels et juridiques, notamment en matière d'appels de marge croisés et de recours aux modèles de valorisation. Par ailleurs, elle suppose une harmonisation internationale de la surveillance et de la supervision, c'est-à-dire la définition d'une base commune des droits et obligations des opérateurs, là où certains pays (comme la France ou l'Allemagne) requièrent des prestataires de services de compensation l'adoption du statut (et des obligations réglementaires afférentes) d'établissements de crédit, mais d'autres pas. La difficulté d'obtenir une compréhension commune du risque systémique susceptible d'être porté par une chambre de compensation a notamment des implications en termes de gouvernance, le choix entre une forme juridique de type société commerciale ou une structure mutualiste n'étant pas indifférent à cet égard. Dans ce domaine, où quelques acteurs nationaux ou régionaux ont acquis une stature et développé des stratégies internationales, la mise en place de structures de marché propres à favoriser la concurrence apparaît donc comme susceptible d'être perturbée par des logiques de Place. C'est à ce jour sur les marchés au comptant d'actions que l'adoption par l'industrie du *post*-marché, à l'initiative de la Commission européenne, d'un code de conduite a le plus permis d'accroître la concurrence entre infrastructures de compensation.

En pratique, l'exercice de cette concurrence est cependant resté limité essentiellement à certains plateformes multilatérales de négociation créées, pour la plupart, à Londres, consécutivement à l'adoption de la directive MIF. Il a néanmoins favorisé l'émergence de nouveaux prestataires de services de compensation, comme EuroCCP et EMCF, filiale de Fortis.

A l'inverse des marchés au comptant, les marchés réglementés de dérivés semblent tendre vers une structuration "en silo", à l'image du Liffe qui a mis en place des solutions de compensation internes, en lieu et place des services fournis par LCH Clearnet. Ceci s'explique en partie par les spécificités des marchés concernés, plus concentrés et spécialisés (le LIFFE est *leader* européen du marché des dérivés de taux courts, Eurex de celui de taux longs, etc.) et par la spécificité des produits traités, dont la négociation est plus fortement liée à la disponibilité de solutions de compensation. Cette évolution consacre d'autre part une tendance observée aux Etats-Unis, où la fusion (en 2007) du CBoT et du CME a surtout eu pour effet un renforcement de l'intégration "verticale" des structures de négociation et de compensation⁵⁶.

Sur les marchés de gré à gré, le développement de services de *post*-marché appelle une prise en compte spécifique

Sur les marchés de gré à gré, le développement du recours à la compensation appelle à résoudre certaines difficultés spécifiques, notamment du fait de l'illiquidité structurelle qui caractérise la plupart des produits qui s'y négocient, au-delà du contexte de crise. Aussi apparaît-il en particulier nécessaire de prendre en compte les

⁵⁵ Cf. "Nouvelle organisation des marchés européens : Enjeux et perspectives pour le *post*-marché". Présentation Equinox-AFTI du 19 juin 2008 de G. Bonin et A. Pertriaux.

⁵⁶ On notera ici les réserves exprimées à cette occasion par le *Department of Justice* américain sur les effets de cette fusion et les risques qu'elle est susceptible d'engendrer en termes de concurrence.

situations dans lesquelles une utilisation de modèles de valorisation est requise comme alternative aux prix de marché, ce qui a notamment des implications sur les appels de marge et les cours de liquidation.

Plus généralement, les infrastructures de compensation centrale des transactions offrent sur ces marchés un niveau élevé de maîtrise des risques, mais elles apparaissent sur les marchés de gré à gré comme complémentaires des initiatives d'uniformisation de l'ISDA ou du développement d'infrastructures comme le *Trade Information Warehouse* aux Etats-Unis pour le marché des CDS, dans la mesure où elles n'ont de sens que pour des produits fongibles et standardisés. Ainsi, les chambres de compensation actuelles (ICE Trust et CME aux Etats-Unis, LCH.Clearnet Ltd en Europe) ou en projet (Eurex et LCH.Clearnet SA) ne concernent, à ce stade, que des CDS sur indices.

7. Synthèse des tendances et des sources de risque en matière d'infrastructures de marché et de *post*-marché

Les bourses ont fait l'objet d'une vive concurrence. Consécutivement à l'adoption de la directive MIF, les initiatives concurrentielles ont initialement pris la forme de Systèmes Multilatéraux de Négociation. Souvent basés à Londres, gérant des carnets d'ordres électroniques de *blue chips*, ces derniers se différencient principalement par la technologie d'exécution, une tarification agressive et des solutions de *post*-marché alternatives peu onéreuses. Ces plateformes ont acquis, pour certaines, des parts de marché significatives et sont aujourd'hui nombreuses. Cependant, elles tendent à se développer sous une nouvelle forme, susceptible d'accentuer la pression concurrentielle sur les marchés établis. Opérant en effet "hors-marché" grâce à certaines exemptions ou zones d'ombre de la directive MIF, sur des structures de négociation souvent innovantes et différentes de celles des marchés traditionnels, ces *dark pools* proposent, en marge des marchés réglementés, des structures de marché de transactions de blocs ou à prix importés (*crossing*). A cette nouvelle offre s'ajoute celle des systèmes de confrontation des ordres en interne par les banques. La pression qui en résulte sur le cœur de métier des bourses les pousse à accélérer les restructurations industrielles, à travers une consolidation destinée à accroître les économies d'échelle et une diversification sur des segments de marché plus lucratifs, comme la cotation de nouveaux produits et les activités de *post*-marché en aval de la chaîne de traitement des ordres.

Le degré désirable de transparence sur les transactions réalisées sur les marchés secondaires d'instruments financiers reste partiellement sujet à débat. Au cours de la période récente, on a donc observé sur les marchés d'actions un développement des *dark pools* qui semble tendanciellement favorable à une réduction des exigences de transparence. A l'inverse, les dysfonctionnements observés dans le contexte de crise ont favorisé la volonté des régulateurs de marché d'accroître la transparence des transactions sur les marchés de gré à gré. Sur ces marchés, en effet, l'importance d'une transparence *post*-négociation est apparue nécessaire pour minimiser les coûts de tenue de marché (par des délais de publication des transactions appropriés) et généralement favorable à la liquidité ainsi qu'à l'évaluation et au contrôle de leur bon fonctionnement.

Les infrastructures de *post*-marché, enfin, sont revenues au premier plan des préoccupations dans le contexte de crise, compte tenu de leur importance dans les processus de gestion des risques, mais aussi à cause de leur rôle structurant pour l'ensemble des activités de négociation. La faillite de Lehman Brothers a ainsi souligné la difficulté des intervenants à évaluer les risques de contrepartie sur les marchés dérivés de gré à gré, en particulier sur le segment des dérivés de crédit. La volonté d'améliorer les contrôles des risques qui en a résulté, a eu pour effet de raviver l'intérêt des acteurs du marché pour des solutions de compensation. Sur le marché des CDS, en particulier, des initiatives ont été prises de part et d'autre de l'Atlantique pour renforcer la standardisation des contrats et créer des chambres de compensation capables de réduire les risques systémiques. Pour ce qui concerne le traitement *post*-marché des actions négociées au comptant, les nouvelles plateformes de négociation alternatives ont été à l'origine de plusieurs initiatives concurrentielles. Il restera à évaluer la portée et les bénéfices.

A la lumière de ces tendances dans le domaine des marchés et de leurs infrastructures, un certain nombre de risques peuvent être soulignés.

En premier lieu, des risques pour la liquidité et le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers doivent être relevés :

- les marchés de dette ont été marqués pendant la crise financière par des ruptures de liquidité, en particulier sur le segment des véhicules de titrisation. La faible transparence de ces marchés, où les transactions se réalisent en bilatéral sans exigence d'information pré- ou *post*-négociation, a certainement constitué un facteur aggravant. La révision à la baisse de l'activité de négociation pour compte propre des banques d'investissement sur les marchés de dette pourrait constituer par ailleurs un frein à un retour à des conditions de liquidité satisfaisantes ;
- sur les marchés réglementés d'actions, on observe une fragmentation de la liquidité. Elle engendre le risque d'une détérioration de la qualité des processus de formation des prix et d'un accroissement subséquent des coûts de transaction totaux. Il provient de la difficulté pour les intervenants d'acquérir et consolider les informations de marché et de l'illisibilité croissante de la frontière entre carnets d'ordres et *dark pools*, du fait des innovations destinées à réduire les coûts d'impact des transactions. Il suscite des interrogations à cet égard sur les limites à fixer aux initiatives des MTF destinées à tirer le plus grand parti possible des exemptions d'obligation de transparence sur les négociations. Il pose également des questions sur les conditions concurrentielles prévalant entre les MTF et les marchés réglementés d'une part, et les banques, de l'autre, qui ont exprimé un regain d'intérêt pour les activités de courtage, qui mobilisent peu de fonds propres.

Le second risque porte sur la sécurité des marchés de produits négociés de gré à gré, du fait d'infrastructures *post*-marché encore insuffisamment développées. En dépit des avancées réelles et significatives réalisées sur le marché des dérivés de crédit, la gestion des risques opérationnels et de contrepartie sur les marchés de dérivés de gré à gré demeure encore insuffisante, en raison notamment d'une automatisation et d'une traçabilité insuffisantes des transactions. Le danger d'une telle situation doit être apprécié au regard de la taille et du développement parfois très rapide de ces marchés.

Enfin, plus généralement, des questions peuvent être soulevées sur l'"optimalité économique" de l'organisation des marchés secondaires et du *post*-marché, notamment pour ce qui a trait à certaines modalités d'organisation de la concurrence et à leurs effets sur les infrastructures. On identifie en particulier la possibilité :

- d'une surévaluation des bénéfices de la concurrence face aux coûts de duplication d'infrastructures coûteuses que nécessite son organisation. Ceci peut valoir pour certaines infrastructures de *post*-marché, pour lesquelles de fortes économies d'échelle peuvent être dégagées, mais aussi pour diverses innovations du marché de la négociation. Si, par exemple, l'avantage concurrentiel pour un intermédiaire d'obtenir des temps de latence inférieurs à ceux de ses concurrents est indéniable, le bénéfice économique tiré par son mandataire (l'investisseur final) d'une telle réduction de quelques microsecondes du temps d'exécution de son ordre est moins évident⁵⁷. D'autre part, la concurrence doit s'appliquer de manière homogène à l'ensemble des segments de marché. Le segment de la cote des actions de grande capitalisation fait, par exemple, l'objet d'une concurrence vive et internationale là où celui des petites et moyennes valeurs, beaucoup moins liquides et traitées de façon essentiellement domestique, l'est probablement moins. Il en résulte par ailleurs le risque que la concurrence exacerbée sur les grosses capitalisations boursières ne se fasse au prix d'une moindre

⁵⁷ Dans le même ordre d'idée, les Etats-Unis, par exemple, limitent la taille des pas de cotation à 1 cent, là où certains marchés ont institué en Europe des pas de cotation d'un millième d'euro.

mutualisation par les bourses des coûts induits par la cotation des valeurs petites et moyennes et ne conduise donc, au total, à un renchérissement des coûts de transaction qui les concernent.

- d'un renforcement, dans un contexte de concentration exacerbée par la crise financière et la fusion, voire la disparition, d'établissements bancaires majeurs, du pouvoir de marché de certains acteurs, notamment sur des segments d'activités caractérisés par une offre différenciée. Quoiqu'en partie due au fort contenu technologique de l'offre de services financiers et à l'intégration des marchés européens, cette concentration est en effet susceptible de se traduire par l'émergence de rentes de type oligopolistique et de barrières à l'entrée sur le marché. Du point de vue du régulateur de marché, il s'agit surtout de prendre en compte les effets éventuels de ces évolutions sur les acteurs de petite taille, sur l'accès des nouveaux acteurs au marché et de mesurer l'impact des innovations qui contribuent à différencier l'offre de services.

**LES TENDANCES DES MARCHÉS DE
L'ÉPARGNE INDIVIDUELLE ET COLLECTIVE
ET LES RISQUES POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS**

I – L'épargne des ménages

1. Les ménages plébiscitent les dépôts bancaires tandis que les autres placements financiers marquent le pas

Les produits d'épargne bancaire ont été plébiscités par les ménages en 2008, au détriment de l'assurance vie et plus globalement de la gestion collective.

En 2008, les flux de placements financiers des ménages français (graphique 1) ont atteint 86 milliards d'euros (à l'exclusion des actions non cotées), en net retrait par rapport à l'année précédente (136 milliards d'euros). La montée des incertitudes résultant de la très forte dégradation de l'environnement financier et des perspectives économiques a encouragé les ménages à modifier leurs choix de placements, en s'orientant davantage vers des produits d'épargne peu risqués.

Dans ce contexte, les flux à destination des dépôts bancaires ont sensiblement augmenté, totalisant 49,3% de l'ensemble des placements effectués par les ménages à fin décembre 2008, contre 27,6% fin 2007, soit un montant de 42 milliards d'euros. Néanmoins, toutes les catégories de dépôts n'ont pas été logées à la même enseigne. Ainsi, les retraits des plans d'épargne logement (PEL) se sont encore amplifiés par rapport à l'année précédente, atteignant près de 22 milliards d'euros à fin décembre 2008, après 16 milliards à fin décembre 2007. A l'opposé, les comptes sur livret et les dépôts à terme ont respectivement capté près de 48 et 17 milliards d'euros. Outre leur degré élevé de sécurité et leur relative liquidité, ces instruments financiers ont également bénéficié d'une évolution très favorable des taux d'intérêt à court terme, qui se sont non seulement orientés à la hausse jusqu'en octobre, mais qui de surcroît sont restés supérieurs aux taux d'intérêt à long terme jusqu'en décembre. Il n'est par ailleurs pas exclu que ce type d'actifs ait pu bénéficier d'un effet d'offre particulier de la part des réseaux bancaires, ces derniers étant soucieux, dans le contexte de crise de liquidité, de pérenniser les encours d'épargne présents dans leur bilan.

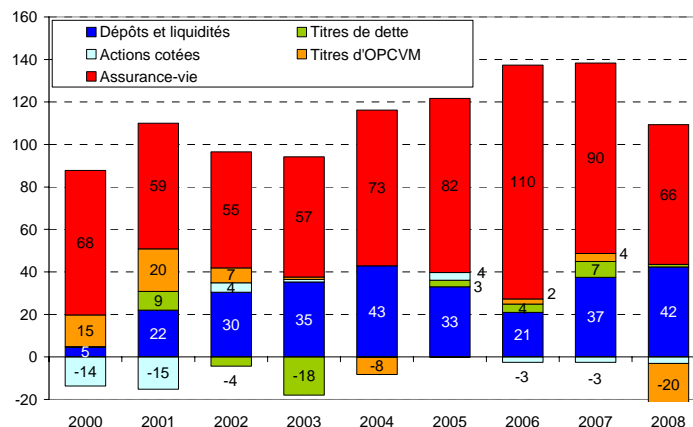
De son côté, tout en conservant son statut de placement privilégié des français, l'assurance vie a marqué le pas. Elle a en effet attiré 65,7 milliards d'euros, un montant en net recul par rapport à l'année précédente (89,5 milliards d'euros), représentant tout de même 76,5% du total des flux de placements des ménages. Cette désaffection toute relative résulte à la fois de la forte correction boursière, qui a pénalisé les contrats libellés en unités de compte, mais aussi de la baisse continue des rendements obligataires à partir de l'été 2008, qui a, quant à elle, affecté les contrats libellés en euros, mais dans des proportions moindres.

L'attitude des ménages face à la gestion collective constitue l'autre trait marquant de l'année 2008. Les rachats de parts d'OPCVM ont massivement excédé les souscriptions, pour un montant net total de - 20,4 milliards d'euros. Pour autant, ce résultat global masque de fortes divergences entre catégories d'OPCVM. Tandis que les fonds d'investissement de long terme (actions, obligations, diversifiés, alternatifs, garantis, fonds à formules et autres fonds) ont fait l'objet de cessions nettes particulièrement significatives (- 27,6 milliards d'euros), à l'inverse les ménages ont procédé à des souscriptions nettes de parts d'OPCVM monétaires (7,2 milliards d'euros)⁵⁸. Ces différences s'expliquent là encore pour l'essentiel par l'environnement monétaire et financier qui a prévalu en 2008. La chute brutale des marchés d'actions a ainsi encouragé les ménages à se détourner des OPCVM actions, tandis que la forte hausse des taux d'intérêt à court terme observée au cours des trois premiers trimestres de l'année et l'inversion de la courbe des taux ont rendu bien plus attractifs les OPCVM monétaires.

⁵⁸ On remarquera toutefois que les compagnies d'assurance ont acquis pour environ 5 milliards d'euros des parts d'OPCVM garantis et à formule en 2008. Ces achats reflètent certainement la collecte opérée auprès des ménages dans le cadre des supports en unités de compte des contrats d'assurance vie.

Enfin, les flux de placements des ménages à destination des titres de créance ont sensiblement diminué en 2008, tombant à 1,2 milliards d'euros après 7,4 milliards en 2007, tandis que ceux destinés aux actions cotées détenues ont fait l'objet de cessions nettes pour un montant de 3,1 milliards d'euros.

Graphique 1 : Placements financiers des ménages en France
(Flux annuels, en milliards d'euros)



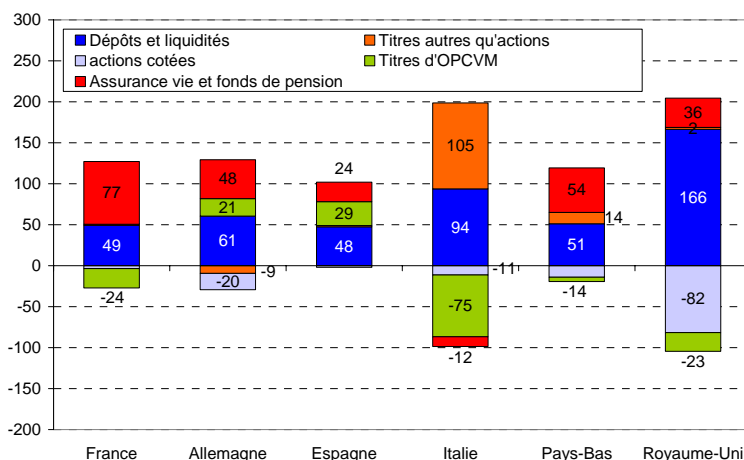
Source : Banque de France – Calculs : AMF

En comparant les flux de placements des ménages français à ceux prévalant dans les principaux pays européens (graphique 2), on constate que les placements à destination des dépôts bancaires ont pris de l'ampleur dans la plupart de ces pays, à l'exception peut-être des Pays-Bas. On constate en particulier que les ménages britanniques se sont massivement orientés vers les produits d'épargne bancaire, avec un flux de près de 166 milliards d'euros à fin 2008, largement supérieur à celui destiné aux placements en assurance vie et fonds de pension (36 milliards d'euros). On remarquera enfin les très larges cessions de parts d'OPCVM opérées par les ménages italiens au profit des titres obligataires, dont une part majoritaire a été émise par les établissements bancaires et qui peuvent le cas échéant prendre la forme d'obligations structurées offrant une exposition à différentes classes d'actifs, traduisant l'existence d'une distorsion de concurrence au détriment des OPCVM.

A la lumière de ces évolutions et des vastes réallocations de portefeuille opérées par les particuliers entre les différents types de produits financiers, on peut souligner le caractère potentiellement dangereux pour les épargnants de l'absence d'homogénéité des dispositions réglementaires encadrant la commercialisation de produits d'épargne économiquement proches mais pouvant adopter des enveloppes juridiques distinctes. Les travaux de la Commission européenne sur les produits d'investissement de détail, et avec eux ceux du groupe de travail de la Commission consultative « Epargnants » de l'AMF, qui mettent en évidence les inégalités de traitement réglementaire (l'absence de *level playing field*) entre les OPCVM, les produits structurés bancaires et les produits d'assurance vie en unité de compte⁵⁹, illustrent l'importance de ce type de problématique.

⁵⁹ La Commission européenne précise que "les produits d'investissement de détail (par exemple: OPCVM, produits structurés, produits d'assurance vie en unité de compte) offrent aux petits investisseurs la possibilité d'accéder aux marchés financiers. Cependant, ces produits sont souvent complexes et difficiles à comprendre pour ces investisseurs. Leurs distributeurs peuvent faire face à des conflits d'intérêts dans la mesure où ils sont souvent rémunérés par les promoteurs de ces produits et non directement par les investisseurs eux-mêmes. Ces produits sont actuellement réglementés tant au niveau européen que national mais souvent de façon incomplète et incohérente. Cette incohérence est source de risques pour la protection de l'investisseur et le bon fonctionnement des marchés. La récente crise financière a accentué les préoccupations causées par cette situation." Le communiqué de presse du 29 avril 2009 ("Services financiers : la Commission propose des règles de protection des investisseurs renforcées pour les produits d'investissement de détail") précise les orientations en la matière et annonce "des orientations législatives plus détaillées (...) avant la fin de l'année 2009".

Graphique 2 : Structure des flux de placements financiers annuels des ménages dans les principaux pays européens à fin décembre 2008 (*)
(Flux annuels, en %)



Source : Banques centrales nationales et OCDE pour les Pays-Bas

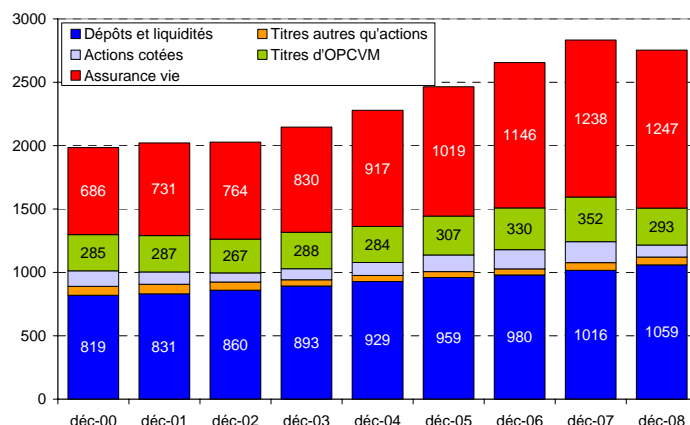
(*) Chiffres à fin décembre 2007 pour les Pays-Bas, et fin septembre 2008 pour l'Allemagne et l'Italie

Les encours demeurent néanmoins toujours très concentrés en contrats d'assurance vie et en produits d'épargne bancaire.

En 2008, le patrimoine financier des ménages français (hors actions non cotées, graphique 3) a diminué par rapport à l'année précédente, signalant ainsi l'existence de pertes patrimoniales directement liées à l'impact de la crise financière sur les marchés. Ce mouvement a cependant été extrêmement modeste, du fait d'une faible détention d'actions cotées (directe et indirecte) par les ménages français (cf *infra*). A fin décembre 2008, le stock global des placements financiers détenus par les ménages (hors actions non cotées) a atteint 2 754 milliards d'euros, contre 2 832 milliards à fin décembre 2007. Le poids des dépôts bancaires et celui des contrats d'assurance-vie ont atteint respectivement 38,5% et 45,3% de l'encours total des placements financiers, s'inscrivant en hausse par rapport à 2007.

Les ménages ont par ailleurs consacré quelque 11% de leur patrimoine aux placements en titres d'OPCVM, une proportion qui diminue de façon continue depuis 2000. Enfin, le poids des actions cotées n'a pas dépassé 3,5%, tandis que celui des titres de créance s'est établi à 2,3%.

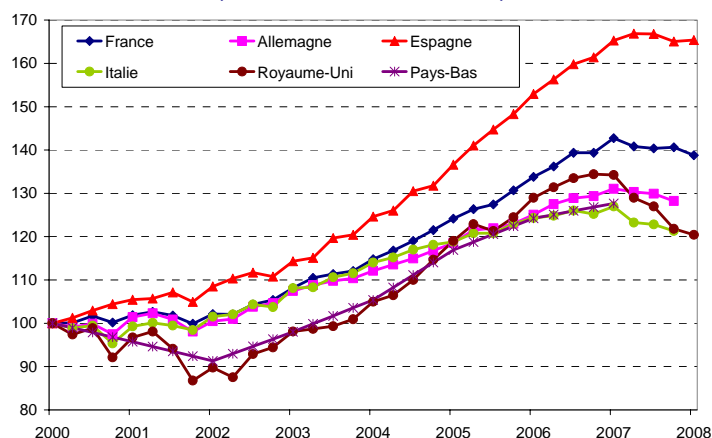
Graphique 3 : Patrimoine financier des ménages français à fin décembre 2008
(Encours en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Au total, le patrimoine financier des ménages français a progressé de 38% depuis 2000 (graphique 4), soit une croissance moyenne de 5% par an. Au plan européen, il s'agit de la croissance la plus forte derrière celle de l'Espagne. On observe par ailleurs un léger infléchissement de la progression des encours globaux au cours de l'année 2008 dans l'ensemble des pays étudiés, en liaison avec la très forte correction des cours boursiers sur l'ensemble des places financières.

Graphique 4 : Evolution du patrimoine financier des ménages dans les principaux pays européens entre décembre 2000 et décembre 2008 (*)
(décembre 2000 = base 100)

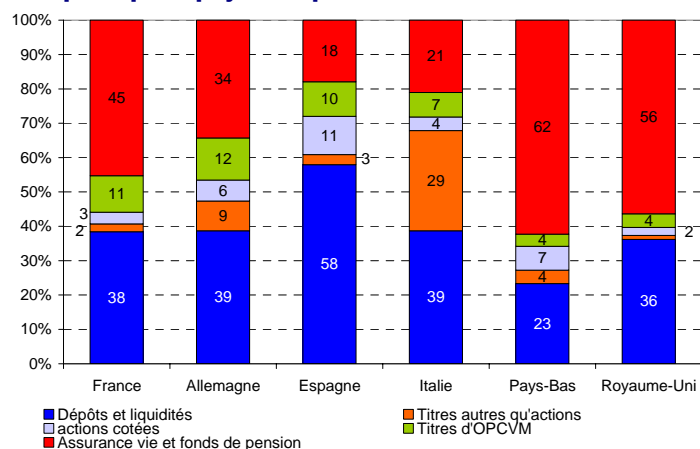


Source : Banques centrales nationales et OCDE pour les Pays-Bas

(*) Chiffres à fin décembre 2007 pour les Pays-Bas, et fin septembre 2008 pour l'Allemagne et l'Italie

La comparaison par pays de la structure du patrimoine financier des ménages (graphique 5) montre que la traditionnelle opposition entre, d'une part, l'Espagne et l'Italie, et, d'autre part, le Royaume-Uni et les Pays-Bas demeure inchangée. Le premier groupe de pays est toujours caractérisé par une part importante du patrimoine financier des ménages consacrée aux dépôts bancaires, reflétant ainsi le rôle encore essentiel de l'intermédiation bancaire traditionnelle. A l'opposé, le patrimoine financier des ménages néerlandais et britanniques est principalement constitué de produits d'assurance vie et de placements transitant par les fonds de pension, conséquence de l'existence d'un régime de retraite par capitalisation. La France et l'Allemagne se situent à mi-chemin entre ces deux catégories de pays, le patrimoine financier des ménages français et allemands combinant simultanément une proportion importante de produits d'épargne bancaire et de contrats d'assurance vie.

Graphique 5: Structure du patrimoine financier des ménages dans les principaux pays européens à fin décembre 2008 (*) (en %)



Source : Banques centrales nationales et OCDE pour les Pays-Bas

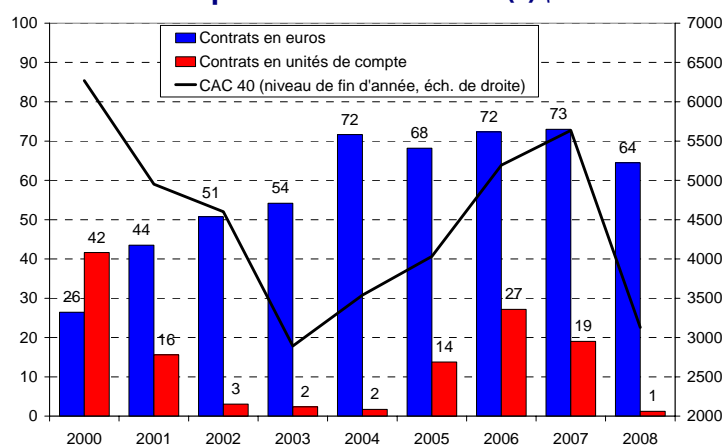
(*) Chiffres à fin décembre 2007 pour les Pays-Bas, et fin septembre 2008 pour l'Allemagne et l'Italie

2. Le poids de la gestion collective a sensiblement diminué en 2008, principalement sous l'effet de la crise financière

Les contrats d'assurance vie en unités de compte ont souffert de la dégradation des marchés d'actions

Les contrats d'assurance vie ont été marqués, en 2008, par un infléchissement des flux de placements des ménages à destination des supports en unités de compte (graphique 6), essentiellement dû aux turbulences qui ont affecté les marchés boursiers, tandis que les souscriptions nettes de contrats en euros n'ont que faiblement diminué par rapport à l'année précédente. On assiste ainsi au même phénomène que celui observé lors de la précédente correction boursière (2001 – 2003), soit une désaffection marquée des ménages pour les produits financiers à fort contenu en actions lorsque les cours boursiers suivent une tendance baissière, reflétant le caractère procyclique de leurs choix de placements.

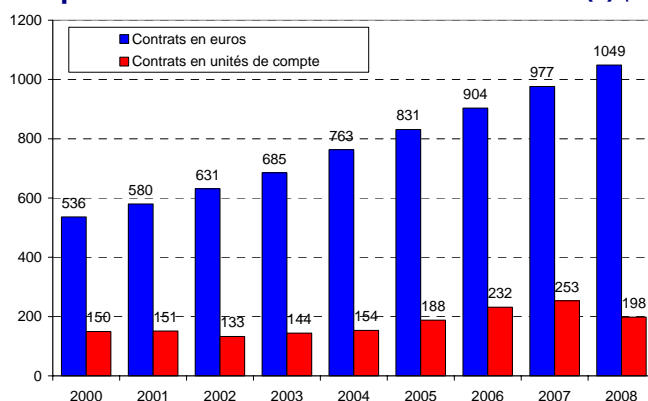
Graphique 6 : Flux de placements annuels sur les contrats en euros et en unités de compte à fin décembre 2008 (*) (en milliards d'euros)



Source : Banque de France, FFSA et Thomson Financial
(*) Les chiffres à fin décembre 2008 sont estimés

L'évolution des encours de contrats en unités de compte à fin décembre 2008 (graphique 7) reflète simultanément les moindres souscriptions des ménages ainsi que la valorisation en berne des actions. A l'inverse, l'encours des contrats en euros a franchi le cap des 1000 milliards d'euros à fin décembre 2008, reflétant l'attrait croissant des ménages pour les placements peu risqués dans un contexte marqué par la montée des incertitudes.

Graphique 7 : Encours respectifs des contrats en euros et en unités de compte entre décembre 2000 et décembre 2008 (*) (en milliards d'euros)

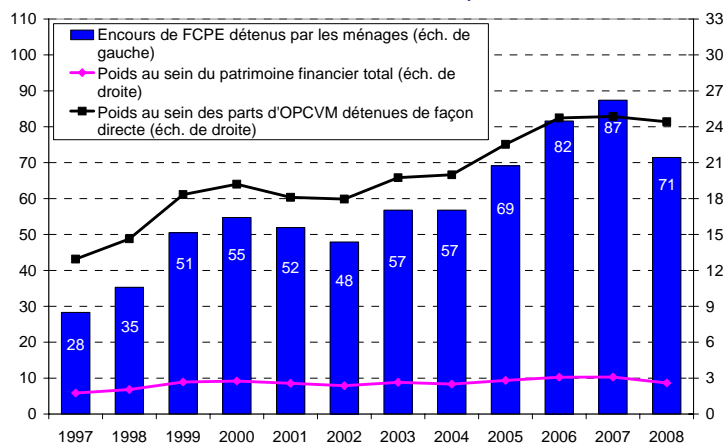


Sources : Banque de France et FFSA - (*) Les chiffres à fin décembre 2008 sont estimés

Mesurée en encours, l'épargne salariale a enregistré un recul assez sensible et demeure marginale au sein du patrimoine financier des ménages.

Après une année 2007 particulièrement faste, l'encours d'épargne salariale détenue par les ménages a assez nettement diminué en 2008, s'établissant à 71,4 milliards d'euros, après 87,4 milliards à la fin de l'année précédente (graphique 8). Les mesures prises pour faciliter le déblocage anticipé de fonds sur les formules non dédiées à la préparation de la retraite ont pu contribuer à cette tendance. De manière plus générale, ce type d'instrument peine à trouver une place véritablement significative au sein du patrimoine financier des ménages français, puisqu'il représente en effet moins de 3% du total de leurs actifs financiers, en moyenne sur la période 1997 – 2008. En revanche, la proportion des FCPE au sein des OPCVM détenus de façon directe (c'est-à-dire hors supports en unités de compte des contrats d'assurance vie) par les ménages a presque doublé en dix ans, passant de 13% en 1997 à 24% à fin décembre 2008.

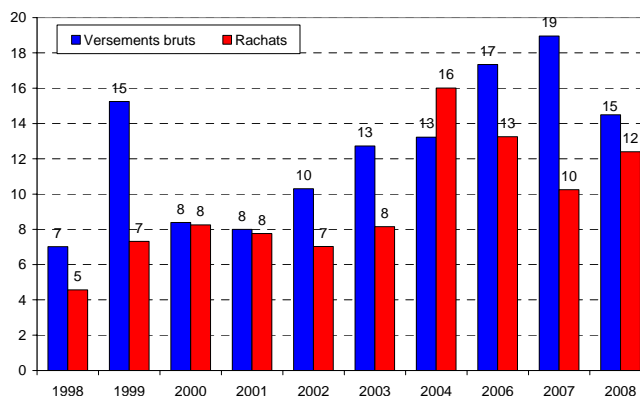
Graphique 8 : Encours de FCPE et poids dans le patrimoine financier total et au sein des parts d'OPCVM détenues de façon directe
(Encours en milliards d'euros et poids en %)



Source : AMF et Banque de France

Du côté des flux (graphique 9), les chiffres estimés à fin septembre 2008 font état d'une baisse des versements bruts (15,0 milliards d'euros après 19 milliards en 2007) ainsi que d'une hausse des rachats (12,4 milliards d'euros contre 10,2 milliards en 2007). Les versements bruts ont principalement alimenté la réserve spéciale de participation (49,3% du total), tandis que les versements volontaires et l'intéressement ont atteint 37,7% du total, le solde provenant de l'abondement (13%).

Graphique 9 : Versements bruts et rachats de parts de FCPE
(En milliards d'euros)

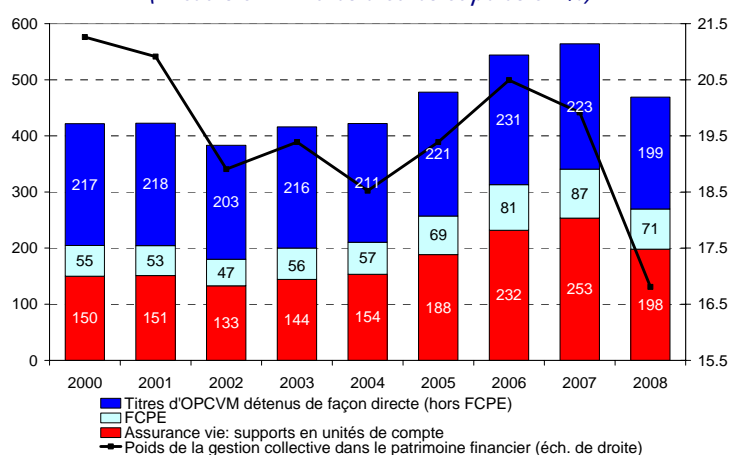


Source : AMF et AFG

Le poids de la détention directe et indirecte de titres d'OPCVM diminue en 2008 sous le poids des dépréciations de portefeuille

Après avoir culminé à plus de 20% du patrimoine financier des ménages en 2006 et 2007, la part de la détention directe et indirecte de titres d'OPCVM a sensiblement diminué en 2008 (graphique 10), principalement en raison de la crise financière et de la mauvaise tenue des marchés financiers. Ainsi, le poids des contrats d'assurance vie libellés en unités de compte, des FCPE et des titres d'OPCVM détenus de façon directe par les ménages s'est établi à 16,8% à fin décembre 2008, au lieu de 19,9% en décembre 2007, tombant encore plus bas que lors de la précédente crise boursière au début des années 2000.

Graphique 10 : Encours des placements financiers relevant de la gestion collective (OPCVM) et poids dans le patrimoine financier des ménages
(Encours en milliards d'euros et poids en %)

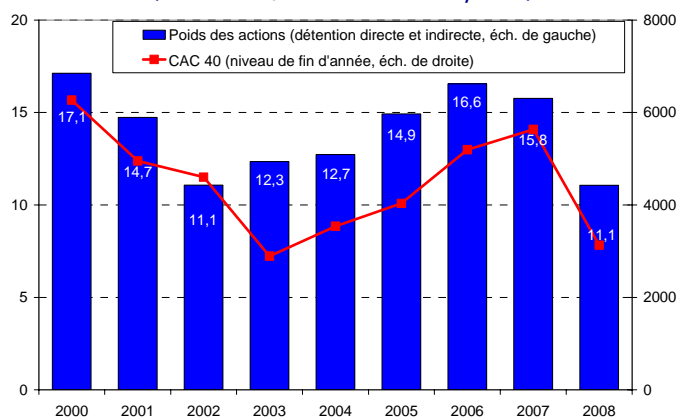


Sources : AMF, Banque de France, FFSA et AFG – calculs : AMF

3. La détention globale d'actions a marqué le pas en 2007-2008, après quatre années de croissance au sein des patrimoines financiers

L'examen de l'ensemble des canaux d'investissements en actions, c'est-à-dire les OPCVM, les FCPE, les supports d'assurance vie en unités de compte et les actions cotées détenues de façon directe, révèle que les portefeuilles d'actions des ménages ont nettement diminué en 2007-2008 (graphique 11). A fin décembre 2008, l'encours global des actions détenues par les ménages de façon directe et indirecte est en effet estimé à 11,1% de leur patrimoine financier total, après 15,8% à fin décembre 2007 et 16,6% en 2006. Ce recul s'explique largement par la chute des cours boursiers qui a simultanément découragé les placements en actions cotées et/ou en instruments à fort contenu en actions et laminé la valorisation des actifs existant dans le portefeuille des ménages.

Graphique 11 : Part des actions détenues de façon directe et indirecte dans le patrimoine financier des ménages français
(Poids en %, indice CAC 40 en points)

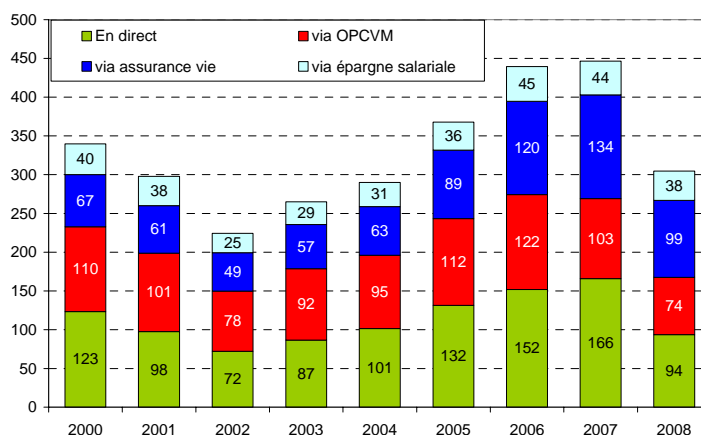


Sources : AMF, Banque de France, FFSA et AFG – calculs : AMF

Au total, le stock d'actions cotées détenues par les ménages via l'ensemble des canaux d'investissement (graphique 12) s'est établi à 304,6 milliards d'euros à fin décembre 2008, après 446,6 milliards en décembre 2007, et peut être décomposé comme suit :

- 99,1 milliards d'euros détenus au travers des contrats d'assurance vie libellés en unités de compte ;
- 74 milliards d'euros via les parts d'OPCVM détenues de façon directe ;
- 37,8 milliards détenus par le canal des FCPE ;
- 93,7 milliards sous forme d'actions cotées détenues de façon directe.

Graphique 12 : Encours des actions détenues via les différents outils de placements
(En milliards d'euros)



Sources : AFG, AMF, Banque de France – calculs : AMF

Si l'on distingue maintenant chaque type de supports d'investissement, on constate que le stock d'actions détenues au travers des contrats d'assurance vie libellés en unités de compte rapporté à l'encours total des actions détenues via l'ensemble des supports d'investissement s'est sensiblement renforcé dans une perspective de moyen terme, passant de 19,8% en 2000 à 32,5% en 2008. Cela a également été le cas des actions détenues via l'épargne salariale, même si la progression a été beaucoup plus modeste, leur proportion au sein du total atteignant 12,4% en 2008 après 11,7% en 2000. A l'inverse, le poids des actions détenues par les ménages au travers des parts d'OPCVM s'est réduit (24,3% en 2008 après 32,2% en 2000), de même que celui des actions détenues en direct (30,7% de l'encours total des actions en 2008 contre 36,3% en 2000).

4. L'exposition des ménages au risque en capital, déjà limitée, s'est encore atténuée en 2008

En décomposant la chaîne d'intermédiation au travers de laquelle les actifs financiers sont détenus par les ménages (par exemple, un placement en assurance vie investi en parts d'OPCVM), on peut estimer le degré d'exposition au risque du patrimoine financier des ménages en établissant un classement desdits actifs selon le niveau de risque. Le tableau 1 ci-après présente la composition des quatre classes de risque définies ainsi que le poids de chacune d'entre elles.

Les résultats obtenus depuis 2000 montrent que le patrimoine financier des ménages est non seulement structurellement très peu exposé au risque en capital, mais que de surcroît cette tendance s'est sensiblement renforcée au cours de la période récente.

Tableau 1 : définition des classes de risque et poids de chacune d'entre elles dans le patrimoine financier des ménages (poids en % et écarts en points)

Degré de risque	Composition	2000	2004	2008	Ecart 2008 – 2000
Actifs de risque 1	Dépôts et liquidités, OPCVM monétaires (*), TCN détenus directement, contrats d'assurance vie en euros	72,6	78,5	81,6	+9,1
Actifs de risque 2	Obligations détenues directement, OPCVM obligataires (*), garantis et à formule (*)	8,3	6,9	5,9	-2,4
Actifs de risque 3	OPCVM actions, diversifiés et alternatifs (*)	11,2	8,6	7,6	-3,6
Actifs de risque 4	Actions cotées (**)	8,0	6,0	4,9	-3,1

(*) via l'ensemble des canaux de distribution

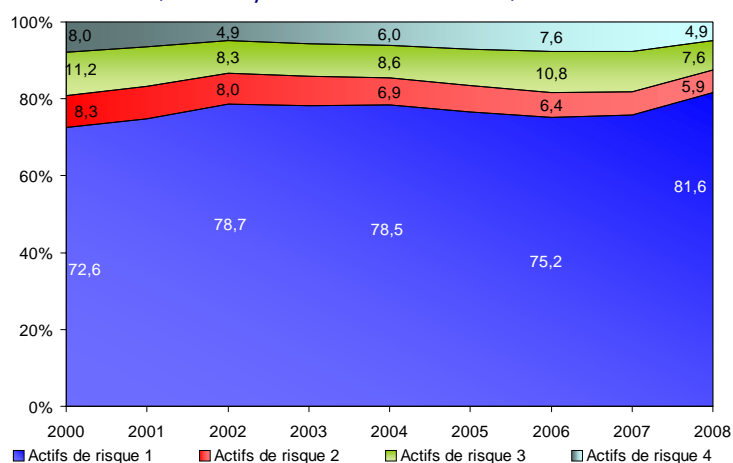
(**) y compris celles détenues en direct dans le cadre de l'épargne salariale

Sources : AFG, AMF, Banque de France – calculs : AMF

Ainsi, fin 2008, près de 82% du patrimoine financier des ménages est investi en actifs ne présentant aucun risque en capital (graphique 13). Depuis 2000, ce poids n'est jamais descendu en dessous de 70% et ses fluctuations ont été, pour une large part, dictées par la situation prévalant sur les marchés financiers : logiquement en effet la part des actifs non risqués s'est renforcée en période de turbulences boursières, comme en 2002-2003 puis en 2007-2008, les ménages privilégiant dans ce type de contexte les dépôts bancaires et les contrats d'assurance vie libellés en euros. Au total, la part des actifs inclus dans cette catégorie de risque a augmenté de 9,1 points entre 2000 et 2008.

A contrario, les autres catégories d'actifs définies ont vu leur poids décroître au cours de la période sous revue. En particulier, la proportion des instruments financiers appartenant à la classe de risque n°3 a perdu près de 3,6 points, tombant à 7,6% du patrimoine financier des ménages en 2008, au lieu de 11,2% en 2000.

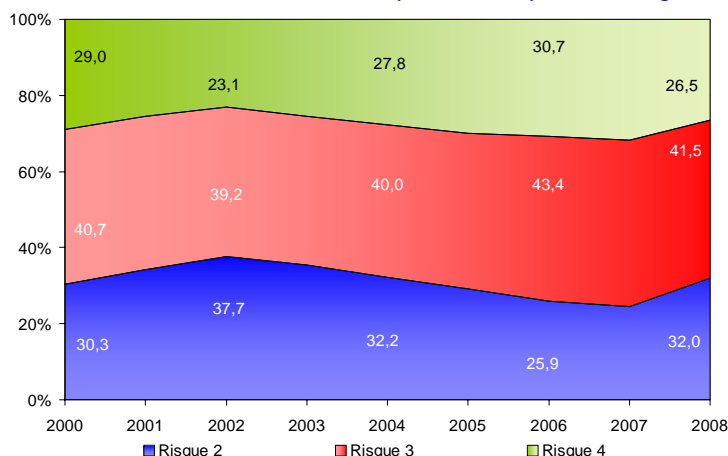
Graphique 13 : Evolution du poids de chaque classe de risque depuis 2000
(En % du patrimoine financier total)



Sources : AFG, AMF, Banque de France et FFSA – calculs : AMF

L'examen des seuls placements risqués (c'est-à-dire ceux relevant des classes de risque 2, 3 et 4, cf. graphique 14) montre que depuis 2000, les ménages français ont surtout privilégié ceux appartenant à la catégorie 3, et que de surcroît cette tendance s'est renforcée au cours de la période récente, le poids des actifs financiers appartenant à cette classe de risque ayant atteint 41,5% de l'encours total des produits financiers risqués détenus par les ménages fin 2008, au lieu de 40,7% en 2000. Cette évolution reflète pour l'essentiel le dynamisme des contrats d'assurance vie en unités de compte, en particulier entre 2003 et 2007, ces derniers étant majoritairement investis en titres d'OPCVM actions, diversifiés et alternatifs. A l'inverse, le poids des actifs inclus dans la catégorie 4 a assez nettement diminué entre 2000 et 2008, tombant à 26,5% au lieu de 29,0%, tandis que les placements appartenant à la catégorie de risque 2 ont vu leur poids fluctuer de façon significative entre ces deux dates.

Graphique 14 : Evolution du des poids actifs risqués depuis 2000
(En % de l'encours total des actifs risqués détenus par les ménages)



Sources : AFG, AMF, Banque de France et FFSA – calculs : AMF

5. Synthèse des comportements d'épargne des ménages en 2008 et sources de risque

La crise financière, combinée à la dégradation concomitante de l'activité économique, a eu des répercussions importantes sur le comportement de placements des ménages français. Le recul des marchés d'actions, la baisse des taux d'intérêt sur le marché obligataire et enfin la dégradation du climat conjoncturel ont conduit les ménages à délaisser les marchés d'actifs longs, et à se porter massivement sur les instruments financiers de court terme les plus liquides. Ces réallocations ont pu par ailleurs être accentuées par les acteurs bancaires eux-mêmes, soucieux de pérenniser les encours de placements présents dans leur bilan. Les dépôts bancaires ont ainsi capté 49,3% des flux de placements financiers des ménages sur l'ensemble de l'année 2008. A l'opposé, la demande d'actifs à fort contenu en actions (OPCVM actions et diversifiés, assurance vie en unités de compte) a atteint un point bas. En dépit de l'hétérogénéité des structures de placements maintes fois mise en évidence, des mouvements de même nature ont été enregistrés dans les autres pays européens.

En raison de la faible place occupée par les placements en actions au sein des patrimoines financiers des ménages français, la baisse très forte des valorisations boursières n'a que modérément pesé sur la valeur globale de ces derniers. Par ailleurs, à la fin de l'année 2008, au terme de ce mouvement de baisse des marchés d'actions et en tenant compte des phénomènes de décollecte, la part des actions cotées (détenues directement ou indirectement à travers une forme de gestion collective) dans le patrimoine financier des ménages se fixait à environ 11,1%, soit 5,5 points de moins qu'avant l'éclatement de la crise financière.

Les comportements récents des ménages européens et français en matière de placements financiers soulèvent un certain nombre de questions et incitent à formuler deux principaux risques.

Le premier risque est celui de mauvaise allocation des portefeuilles des ménages dans une perspective de moyen terme. Les décisions d'allocation prudentes en faveur des actifs liquides, guidées à court terme par la recherche de sécurité et la mauvaise performance des marchés d'actifs longs, pourraient cependant s'inscrire dans la durée et conduire les ménages à se tenir à distance des marchés d'actions pendant une période excessivement longue, comme le suggèrent les épisodes précédents de correction boursière. Un tel comportement empêcherait les ménages de tirer profit de la reprise à moyen terme des cours boursiers une fois enclenché le processus de sortie de la crise financière et pénaliserait le développement de l'épargne longue nécessaire notamment au financement des retraites.

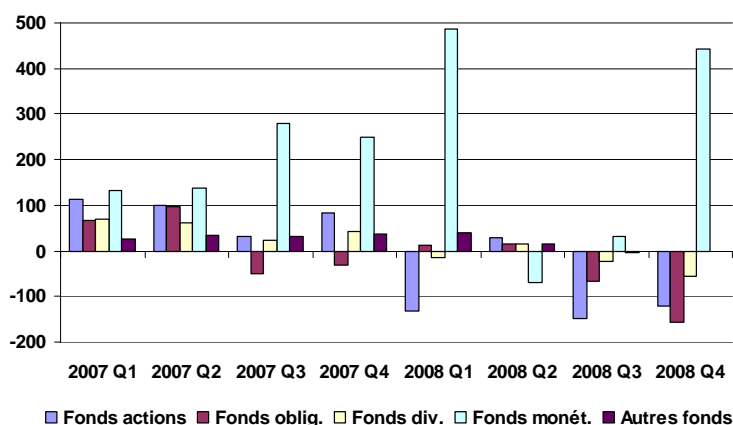
Le second risque porte sur la commercialisation des produits financiers. La crise financière a suscité des changements rapides dans les comportements d'offre et de demande de produits financiers, avec dans certains pays le développement des dépôts à terme ou celui des produits structurés bancaires de type obligataire. Les politiques de distribution de produits financiers et la formulation des conseils d'investissement aux particuliers ont pu par ailleurs être influencées par la crise de liquidité dont ont été victimes les acteurs bancaires et par leur volonté de préserver au sein de leurs bilans les encours d'épargne. Se pose alors dans ce contexte le risque de mauvaise commercialisation, découlant soit de la maîtrise insuffisante d'une offre de produits financiers récemment remodelée, soit de l'existence de conflits d'intérêts entre épargnants et distributeurs.

II – La gestion collective

1. La crise financière se traduit par une large décollecte des *mutual funds* à l'échelle mondiale

La crise financière a pesé lourdement sur l'industrie mondiale de la gestion collective. Les statistiques élaborées par l'Investment Company Institute font état d'un recul des encours d'OPCVM de 27,5% en 2008, ces derniers terminant l'année à environ 19 000 milliards de dollars. Cette attrition des actifs sous gestion résulte à la fois d'un effet performance négatif et d'un mouvement de décollecte sur les supports d'investissement à long terme. Les fonds actions ont été pénalisés par la forte chute des marchés boursiers consécutive à la contagion de la crise financière à la sphère réelle. A cet effet de dépréciation des portefeuilles se sont superposées des cessions pour un montant de 371 milliards de dollars. Ce mouvement de défiance à l'égard des fonds actions a été particulièrement marqué au troisième trimestre, période de tensions très vives sur l'ensemble des marchés. Les fonds obligataires, rendus peu attractifs par la très forte baisse des rendements sur les emprunts d'Etat et des perspectives peu favorables quant à l'évolution de la qualité du crédit sur le segment corporate, ont enregistré également des cessions sur l'ensemble de l'année, certes dans des proportions plus faibles (197 milliards de dollars, cf. graphique 15).

Graphique 15 : Achats nets de parts de *mutual funds* au plan mondial
(milliards de dollars)



Source : ICI

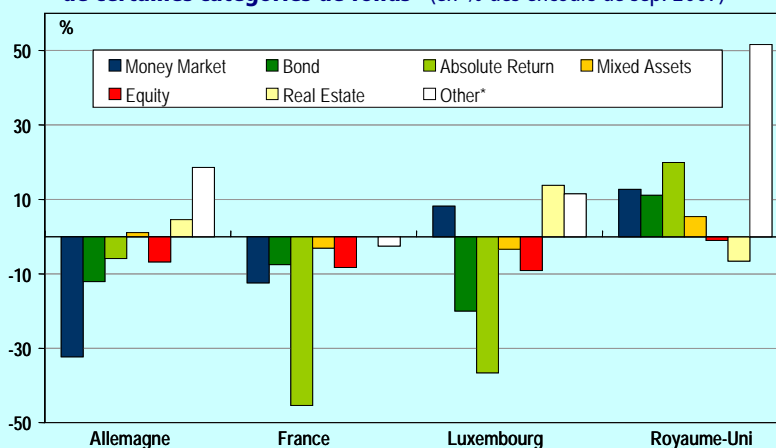
La détérioration de la situation sur les marchés d'actifs longs et la récession macroéconomique ont dopé la demande d'actifs liquides de la part des investisseurs, qu'ils soient particuliers ou institutionnels. Ce mouvement a mécaniquement profité aux fonds monétaires, qui ont attiré un flux de collecte de grande ampleur, évalué à 891 milliards de dollars. Les réallocations de portefeuille au profit de ces fonds ont été particulièrement importantes début 2008, alors que la baisse des taux du marché monétaire n'en était qu'à ses débuts et que les taux obligataires avaient, pour leur part, déjà très significativement baissé. Dans certains pays, la gestion monétaire a cependant souffert temporairement de la crise du crédit et des dysfonctionnements des marchés monétaires. Aux Etats-Unis, une décollecte ponctuelle mais néanmoins de grande ampleur a ainsi touché les fonds monétaires, lorsqu'un fonds de référence sur le marché a enregistré des pertes lors de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

Encadré : analyse des déterminants de la collecte nette des OPCVM en temps de crise

Une analyse statistique des flux de collecte mensuels des OPCVM domiciliés en Allemagne, France, Luxembourg et Royaume-Uni sur la période de septembre 2007 à juin 2008 conduit à revisiter une hypothèse répandue selon laquelle les flux de collecte par les OPCVM sont liés à leurs performances passées. Diverses observations de professionnels montrent une telle corrélation aux Etats-Unis et en Europe, pour les fonds actions et le cas échéant d'autres catégories de fonds. Ce constat appelle cependant un examen plus précis.

Une revue des fondements théoriques et des travaux empiriques précise le rôle des performances passées des OPCVM dans la détermination des comportements d'investissement ("procyclicité") et conduit à examiner le sens des causalités entre flux de collecte et performances passées des fonds. Sur cette base, des estimations économétriques sur données de panel confirment à une échelle agrégée l'observation d'une procyclicité des flux d'investissement et font ressortir le rôle des rangs, au sein de la catégorie du fonds considéré, de performance relative sur le mois précédent les flux de (dé)collecte. Elles montrent cependant aussi que les "comportements" varient fortement à travers les fonds et catégories de fonds, empêchant d'inférer des généralités à cette échelle. En outre, le phénomène de procyclicité varie significativement d'un pays à l'autre, les flux nets cumulés sur la période d'observation révélant par exemple (voir graphique ci-après) une décollecte dans seulement trois des quatre pays considérés (pas au Royaume-Uni).

Flux nets de collecte des OPCVM cumulés de sep-2007 à juin-2008 de certaines catégories de fonds* (en % des encours de sep. 2007)



Source : Lipper, calculs AMF. * NB : les catégories sont retenues à titre illustratif et les statistiques ne tiennent pas compte de leur importance relative. En particulier, la décollecte des "Absolute Return" porte sur des encours comparativement faibles.

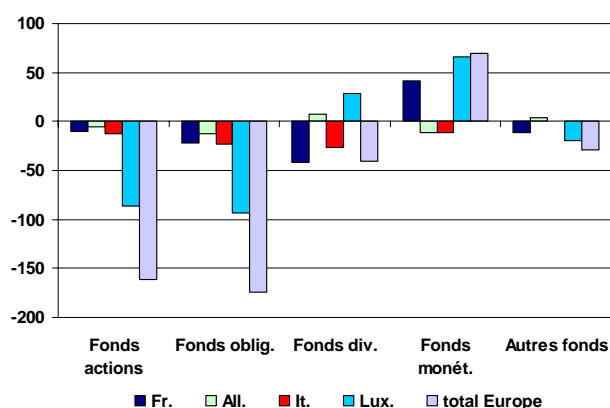
Cette analyse a des implications en termes de stabilité financière et de protection des investisseurs. En termes de stabilité financière, elle suggère qu'en dépit des risques d'amplification des mouvements de prix d'actifs susceptibles d'affecter en particulier les marchés illiquides, il reste difficile de formuler des règles générales pour contenir les phénomènes de procyclicité des flux d'investissement. En termes de protection des investisseurs, elle conduit plus spécifiquement à s'interroger sur l'égalité de traitement des porteurs dans des contextes de baisse et d'illiquidité des marchés, un avantage pouvant être conféré aux premiers porteurs désinvestissant (et donc épuisant les liquidités du fonds et accentuant la chute des prix d'actifs) par rapport aux porteurs restants dans le fonds. Plus généralement, sur des horizons plus longs (dépassant celui de l'étude), ces comportements sont par ailleurs de nature à nuire à la performance réalisée par les porteurs –ceux-ci risquant d'acheter en haut de cycle, et de vendre en bas de cycle– mais aussi d'affecter le couple rendement/risque des produits offerts en favorisant un raccourcissement de l'horizon de placement des gestionnaires.

En termes réglementaires, l'adoption de règles comme celles de l'AMF sur les *gates* ou les *side pockets* qui permettent dans des cas exceptionnels de limiter les inégalités de traitement des porteurs se trouve donc légitimée *a posteriori*. A défaut de justifier l'adoption de règles plus générales pour limiter la procyclicité des flux d'investissement en OPCVM, cette analyse souligne le besoin d'éducation des porteurs, ainsi que de transparence et de responsabilisation des réseaux de commercialisation d'OPCVM pour mieux adapter les produits aux besoins des investisseurs et éviter les "crises de confiance" infondées des porteurs.

Source : Grillet-Aubert L et Sow R. (2009) : « Observe-t-on une procyclicité des flux d'investissement en OPCVM en temps de crise ? » Cahiers Scientifiques de l'AMF n°7, janvier.

La décollecte observée au plan mondial et le report vers les actifs de court terme de type fonds monétaires se retrouvent au plan européen (graphique 16), où le marché fait état sur l'ensemble de l'année d'une baisse de 25% des encours sous gestion, à laquelle contribue une décollecte de 335 milliards d'euros. En France, la décollecte se concentre pour l'essentiel sur les fonds obligataires et les fonds diversifiés, ces derniers occupant traditionnellement une place importante au sein des portefeuilles des investisseurs, notamment particuliers. La décollecte touchant ces deux types de fonds reflète également de très forts rachats opérés par les investisseurs institutionnels et les trésoriers d'entreprise sur les fonds de type «*absolute return*», qui ont été pénalisés lourdement par la crise du marché du crédit et les difficultés rencontrés sur le segment des produits de titrisation, au sein duquel certains de ces fonds avaient largement investis.

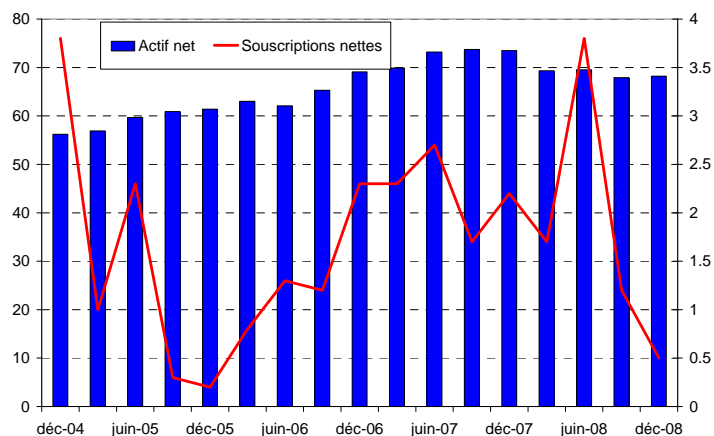
Graphique 16 : Le marché des fonds UCITS en Europe : achats nets en 2008
(milliards d'euros)



Source : Efama

Dans ce panorama d'ensemble, on peut noter en France la relative bonne tenue des fonds à formule (graphique 17), qui sont parvenus à maintenir un flux de collecte positif sur l'ensemble de l'année 2008 (7,2 milliards d'euros). Les mécanismes de garantie offerts par une grande partie de ces fonds ont constitué, dans un climat de forte incertitude, un élément certainement décisif pour des investisseurs dont l'aversion au risque a atteint des niveaux très élevés. Etant donné qu'une partie importante de la demande de fonds à formule pour l'année 2008 émane des compagnies d'assurance, on est incité à conclure que cette détention nouvelle s'est réalisée dans le cadre des contrats d'assurance vie en unités de compte (cf *supra*).

Graphique 17 : Collecte et encours des fonds à formule en France
(milliards d'euros)



Source : Banque de France

2. Les fonds de gestion alternative font face à des sorties très massives

Les performances des hedge funds, qui étaient dans l'ensemble restées positives pendant la première phase de la crise (crise des *subprimes* de l'été 2007 au printemps 2008), se sont considérablement détériorées par la suite, occasionnant des demandes de rachats importantes par les investisseurs. Les faillites bancaires, en particulier celles de Bear Stearns en mars 2008 et de Lehman Brothers en septembre 2008 ont eu à cet égard, par leurs effets sur l'activité de *prime brokerage* et sur les marchés de dette et d'actions, des effets significatifs. Mais la confiance des porteurs et leurs flux de retraits ont été encore plus fortement affectés en fin d'année lorsque se sont accrues les corrélations entre (mauvaises) performances des différentes stratégies (y compris stratégies non-directionnelles ou "*market neutral*", voir tableau 2⁶⁰) et que l'affaire Madoff a souligné les possibilités de diffusion des risques de la gestion alternative –en l'occurrence celui d'une fraude– par le canal de la multigestion. Les *hedge funds* sont alors de fait devenus des vecteurs de propagation d'une crise de confiance plus générale dans l'industrie de la gestion d'actifs. Les retraits massifs de capitaux réalisés au cours de cette période par les investisseurs ont eu, sur certains segments de marché, des effets procycliques en amplifiant les dépréciations de valeurs et la crise de liquidité subie par certains fonds.

Ces évolutions, qui ont atteint leur paroxysme vers la fin 2008, ont induit différentes formes d'intervention réglementaire. La crise de liquidité a tout d'abord souligné certains dysfonctionnements dans la capacité des fonds à honorer les demandes de retrait des investisseurs. Les risques d'inégalité de traitement des porteurs et d'inadaptation de l'information qui leur est délivrée ont eu, à cet égard, des effets pro-cycliques, les premiers investisseurs à sortir d'un fonds pouvant être susceptibles de forcer la liquidation des meilleurs actifs et donc de ne laisser que des actifs dévalorisés aux porteurs restants. En France, ces développements ont favorisé l'adoption de l'ordonnance du 23 octobre 2008 instituant les "*gates*", c'est-à-dire la possibilité de plafonner les rachats de parts de fonds d'OPCVM ARIA, et les "*side pockets*", c'est-à-dire la faculté d'isoler, dans des circonstances de marché exceptionnelles, des actifs dans un fonds distinct ("*side pocket*"), créé par scission⁶¹.

Tableau 2 : Variation des encours gérés par les différentes stratégies de *hedge funds* entre 2007 et 2008

Taux de variation entre fin 2007 et fin 2008	Variations d'encours	Dont	
		Effet performance	Souscription nettes (rachats/fermetures de fonds)
CTAs	0%	14%	-14%
Global Macro	-18%	-1%	-18%
Equity Market Neutral	-58%	-1%	-57%
Merger Arbitrage	-29%	-3%	-26%
Equity Long/Short	-40%	-12%	-29%
Event Driven	-25%	-17%	-8%
Fixed Income	-56%	-25%	-30%
Convertible Arbitrage	-63%	-28%	-35%
Equity Long Bias	-45%	-29%	-16%
Distressed Securities	-37%	-32%	-5%
Emerging Markets	-60%	-40%	-20%

Sources : *Barclay Hedge, Natixis*

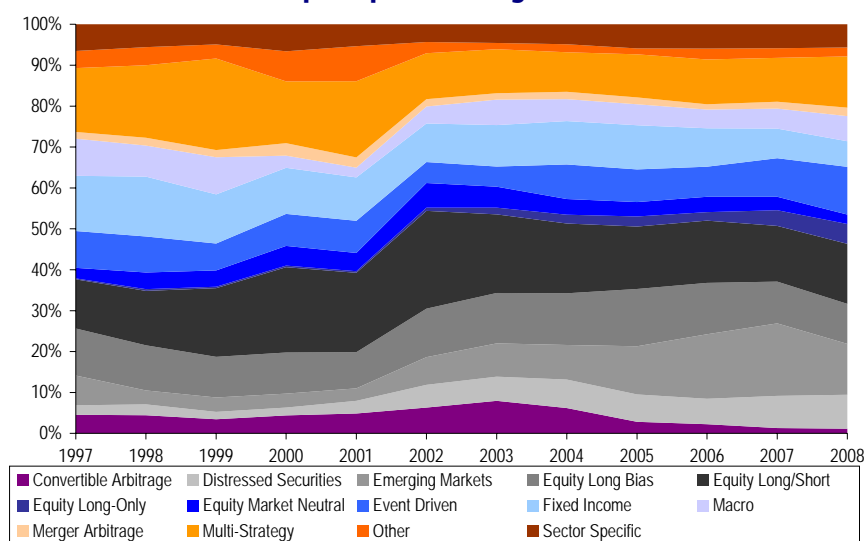
⁶⁰ L'exception des *Commodity Trading Advisors* (CTA) –des stratégies spécialisées sur les marchés de matières premières qui concernent des encours limités et sont souvent considérées en marge des stratégies de gestion alternative– constitue une exception à cet égard.

⁶¹ Plus globalement, les risques systémiques identifiés ont favorisé une réflexion internationale des autorités de marché. Les propositions législatives de la Commission européenne en la matière s'étendent cependant à l'ensemble des fonds de gestion collective non-harmonisés (non-UCITS). Dans un contexte où l'information sur les leviers et les expositions agrégées aux différents segments de marché d'instruments financiers sous-jacents reste largement indisponible, la France a appelé de ses vœux une régulation des *hedge funds* directe (portant sur les fonds et sur leurs gérants) et stricte, c'est-à-dire comportant des exigences en matière de mitigation des risques systémiques (provisionnement des *prime brokers*, enregistrement auprès des régulateurs et transparence des positions), de fonctionnement opérationnel (organisation, suivi et gestion des risques, diligences en matière d'investissement) et de protection des porteurs (transparence, notamment en matière de conformité aux objectifs, gouvernance, règles de commercialisation).

Les risques conjoncturels se sont probablement pour l'essentiel largement matérialisés, mais des changements structurels sont en cours

L'avenir de l'industrie des *hedge funds* est difficile à prévoir. A court terme, la décollecte s'est prolongée en 2009, sous l'effet retardé de l'affaire Madoff (périodes de *lock-up* souvent trimestrielles) et de la persistance des besoins de liquidité des banques et des investisseurs institutionnels. Les statistiques de début 2009 attestent en outre de performances faibles et donc peu propices à attirer des flux de collecte importants. A plus long terme, le secteur bénéficiera cependant probablement de sa capacité d'adaptation, observée notamment en matière de stratégie de placement. Le graphique 18 révèle, par exemple, une réduction des stratégies "Fixed Income", "Convertible Arbitrage", "Emerging markets" au profit de stratégies "Distressed", "Event-driven" ou "Global Macro".

Graphique 18 : Structure des encours de *hedge funds* selon les principales stratégies



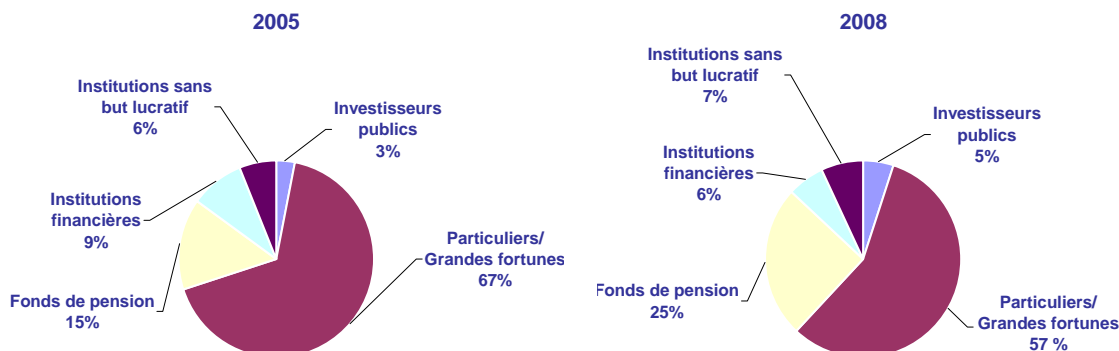
Sources : Barclay Hedge, Natixis, AMF

La décollecte récente a été plus spécifiquement le fait de particuliers aisés (*High Net Worth Individuals*), ce qui a renforcé le poids déjà structurellement croissant des investisseurs institutionnels dans la clientèle des *hedge funds*⁶² (graphique 19). Ceci aura des effets pour autant que ces investisseurs expriment des besoins spécifiques, par exemple en termes de transparence et de *due diligence*, mais aussi, potentiellement en termes de stratégie et d'horizon de placement. Une hausse des coûts de gestion des risques et de *reporting* en résultera probablement, indépendamment même des effets éventuels des dispositifs réglementaires en cours d'élaboration. Cette hausse des coûts, combinée à la baisse probable des frais de gestion liée aux mauvaises performances et la moindre confiance des porteurs, devrait renforcer la pression compétitive et favoriser une poursuite de la maturation (rationalisation et standardisation des *process*) et de la consolidation de cette industrie, dans un contexte où, par ailleurs, les incitations fiscales à délocaliser les activités pourraient diminuer⁶³. Enfin, l'avenir de la gestion alternative dépendra aussi de la nature des relations qui s'établiront entre les *hedge funds* et les banques d'investissement qui, dans le passé, en étaient souvent simultanément prestataires (*prime brokers*, structureurs, fournisseurs d'accès au marché), clients (au titre de leurs investissements pour compte propre ou pour compte de tiers) ou même concurrents (gestion *in house*).

⁶² Une étude de Bank of New York Mellon d'avril 2009 montre que les européens fortunés ont plus que proportionnellement alimenté les flux de décollecte observés dernièrement.

⁶³ On peut consulter sur cette problématique le rapport « La localisation des *hedge funds* en Europe et son impact sur les politiques réglementaires », daté de janvier 2009 et réalisé pour l'AMF par des chercheurs du laboratoire EconomiX, de l'université de Paris-ouest-Nanterre-La Défense. Une partie de ce rapport revient sur le rôle de la fiscalité comme déterminant de la localisation des gérants de *hedge funds*, tandis qu'une autre partie analyse la dynamique et l'organisation de l'industrie des *hedge funds* à l'aune des travaux portant sur l'innovation financière et les industries naissantes.

Graphique 19 : Encours mondial des *hedge funds* par type d'investisseurs

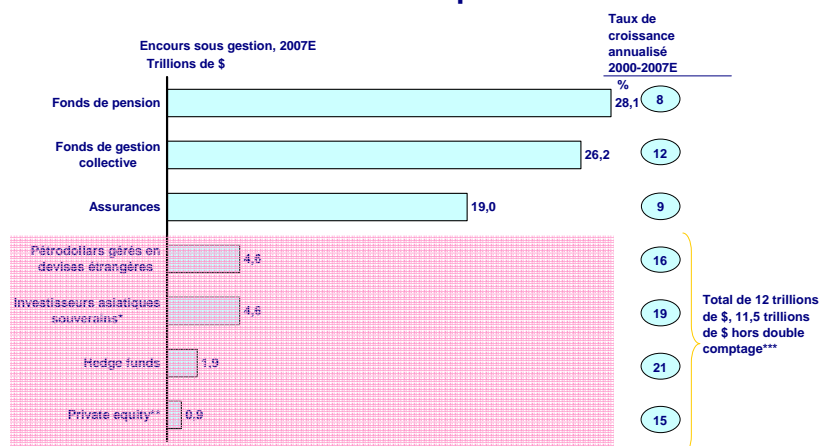


Source : Hedge Fund Research, The Bank of New York Mellon and Casey Quirk Analysis 2009

3. *Private equity*: la crise financière pèse lourdement sur le segment des LBO

L'industrie du *private equity* a connu une croissance accélérée dans les années qui ont précédé la crise financière, tirée en particulier par le segment des LBO, qui concentrait une vaste majorité des investissements, dans un contexte d'abondance du crédit. Les montants gérés mondialement par les fonds de capital investissement ont ainsi crû de façon soutenue, au rythme de 15% par an depuis le début des années 2000, pour atteindre quelque 900 milliards de dollars à fin 2007 selon certaines estimations (graphique 20). Le montant des investissements comptabilisés par l'EVCA fait également apparaître une forte croissance en Europe sur cette période et l'on observe, plus récemment, une tendance à l'émergence de fonds basés en Asie et investissant en dehors de la région.

Graphique 20 - Le *private equity* représente 1,5% des encours des gestions institutionnelles au plan mondial

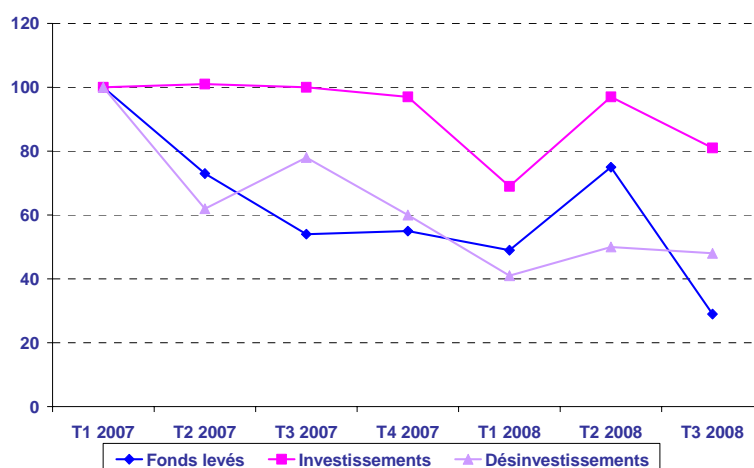


* Comprend les banques centrales (3,9 trillions de \$) et fonds souverains (670 milliards de \$) asiatiques.
 ** Ne comprend que les LBO.
 *** Exclut les investissements des pays producteurs de pétrole et asiatiques dans le *private equity* et les *hedge funds*.

Source : International Financial Services, London ; Hedge Fund Research, Investment Company Institute ; Prequin ; McKinsey Global Institute analysis

L'industrie du capital investissement a été globalement impactée par la crise financière, comme en témoigne l'orientation à la baisse de la plupart des indicateurs traditionnels d'activité (graphique 21). Les statistiques agrégées européennes révèlent ainsi une baisse continue des montants levés au cours de la période récente, qui ne représentaient au troisième trimestre 2008 que 29% des montants levés à la même période de 2007. Cette évolution s'accompagne par ailleurs de difficultés, dans le contexte de marché –notamment boursier- dégradé, à réaliser des opérations de sortie. Les montants investis semblent pour leur part rester à des niveaux relativement élevés, mais ils traduisent probablement pour partie des changements significatifs de stratégie de certains grands acteurs, et en particulier des allocations vers des stratégies "opportunistes" d'achat de dette différentes de celles qui constituent le métier traditionnel des fonds de *private equity*.

Graphiques 21 - Indicateurs d'activité du *private equity* en Europe (base 100 en 2007T1)



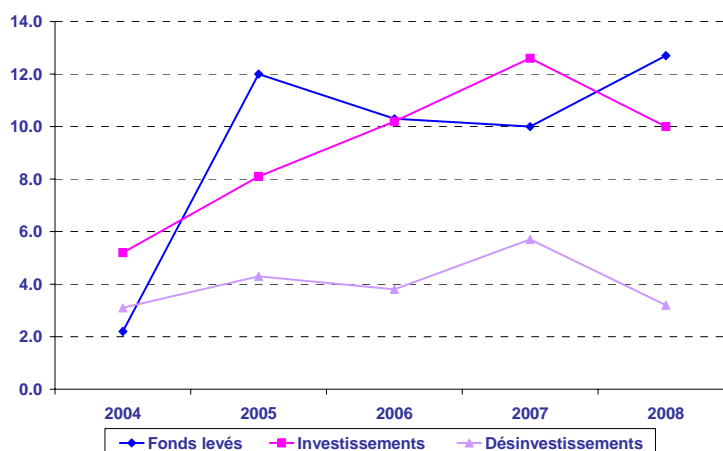
Source : EVCA

Une activité soutenue par les segments du capital risque et du capital développement

Au-delà des appréciations réalisées à l'échelle globale du marché, on constate que la crise financière a impacté de manière très différenciée les divers segments d'activité. Logiquement, c'est le segment du capital transmission qui a été le plus pénalisé. Les sources de financement des grosses opérations de LBO se sont taries, un phénomène qui a touché avant tout les crédits "*covenant lite*", mais aussi les financements bancaires à court terme ("*bridge finance*") et les solutions de financement intermédiaires de type *mezzanine*. Aussi, le segment des LBO a-t-il compté pour quelque 85% de la baisse du montant total des opérations de capital investissement aux Etats-Unis intervenues entre le premier et le second semestre 2007, passant de 339 à 77 milliards de dollars. Une évolution analogue a été observée en Europe, où les opérations se sont raréfiées depuis mi-2007.

La réorientation des capitaux vers des phases plus embryonnaires du développement des entreprises, appréciable par les montants investis et le nombre d'opérations dans le domaine du "*mid-market*", souligne au contraire les opportunités offertes à certains segments du capital investissement, dans un contexte où les banques peuvent être tentées de limiter leurs engagements en raison de la dégradation de leur bilan. Ce scénario semble en vigueur en France, où ces segments du capital risque et du capital développement sont structurellement assez développés, et où les fonds levés globalement par les fonds de capital investissement ont affiché une progression sensible par rapport à 2007 (graphique 22). Les montants investis n'ont, quant à eux, décliné que de 20,3% en 2008, à 10 milliards d'euros, retrouvant leur niveau de 2006. La baisse de 28% des montants investis sur le segment du capital transmission a ainsi été partiellement compensée par l'activité soutenue sur les autres segments. Une croissance de +26% en rythme annuel a en effet été observée en 2008 pour le capital développement, par définition moins dépendant des conditions du marché du crédit.

Graphique 22 - Indicateurs d'activité du *private equity* en France (en milliards d'euros)



Source : AFIC

Des performances dégradées pour les fonds de LBO

L'impact de la crise financière sur l'industrie du *private equity* a affecté tous les maillons de la chaîne de valeur. Dans le domaine des LBO, les performances sont pénalisées simultanément par le *deleveraging*, la baisse de la valeur des investissements en portefeuille et l'exposition accrue au risque de défaut des sociétés cibles, souvent fortement endettées. La fréquence croissante d'activation de clauses contractuelles (*covenants*) des contrats de financement et/ou de mise en œuvre de plans de restructuration de dette atteste de la dégradation significative de la performance des fonds⁶⁴. Les sorties par cessions en bourse sont par ailleurs rendues peu attractives par les conditions de marché difficiles et le niveau très bas des valorisations. Or, pour tenir compte des besoins de liquidités des investisseurs, les fonds peuvent être incités à "réaliser" des performances dans un contexte de marché dégradé. Ce risque croît au fur et à mesure que les opérations à finaliser s'accumulent et que la crise se prolonge, rendant difficile le refinancement d'un certain nombre d'investisseurs. Observons à ce sujet que les besoins de liquidités des investisseurs institutionnels⁶⁵ ont pu les conduire à accepter des décotes importantes. La recrudescence des demandes de transferts de participations rappelle avec acuité que la liquidité du marché secondaire des parts de fonds de capital investissement est structurellement limitée, les décotes atteignant fréquemment 50% de la valeur des investissements.

Les effets de la crise financière sur la valeur des portefeuilles et la performance des fonds de capital investissement sont illustrés par le recul particulièrement important sur l'ensemble de l'année 2008 de l'indice LPX50 représentatif du *private equity* coté à l'échelle mondiale (graphique 23). D'un point de vue prospectif, la proposition, fin 2008, de Permira⁶⁶, l'un des plus gros acteurs européens de l'industrie du *private equity*, de restituer à ses investisseurs (*Limited Partners*) 1,5 milliard d'euros de fonds levés en 2006 par son mega-fonds Permira IV (11 milliards d'euros d'encours), atteste des risques accrus portés par les investissements actuels.

⁶⁴ Voir les analyses menées par Standard & Poor's : "Default, Transition, and Recovery-Global Credit Comment: Private Equity Swirling In The Eye Of The Storm (Premium)", 21 nov. 2008 ; ou "Leveraged Buyouts Are Fueling Surging Defaults In Western Europe", 14 avril 2008.

⁶⁵ Les sorties permettent souvent aux investisseurs d'honorer des appels de fonds auxquels ils se sont contractuellement engagés par ailleurs. Or, on a constaté une recrudescence des "défauts de paiement" au cours des derniers trimestres. L'enjeu majeur de ces défauts sont les pénalités induites, qui atteignent facilement 50% des sommes dues. Selon Morgan Stanley ("Hedge Funds : Where next?", 26 février 2009), aux Etats-Unis, la décollecte des *hedge funds* est en partie attribuable à la nécessité d'honorer ce type d'engagements.

⁶⁶ Voir l'article du Financial Times du 8 décembre 2008 intitulé "Private equity pull-out brings more victims".

Graphique 23 - Indice LPX50 du *private equity* coté mondial



Sources : LPX, Bloomberg

Certains fonds de capital investissement révisent leur stratégie d'investissement

La difficulté de mise en œuvre de stratégies fondées sur l'endettement et l'usage d'effets de levier implique des changements dans les politiques d'investissement de certains acteurs⁶⁷. Ces réorientations stratégiques sont diverses et semblent révéler une tendance à la spécialisation dans des secteurs nouveaux, "de niche". Aux Etats-Unis, elles ont conduit à une recrudescence des opérations de PIPE (*Private Interest in Public Equity*), par lesquelles une société cotée émet, de façon généralement confidentielle et à un prix préférentiel, des titres donnant accès au capital (actions ordinaires ou préférentielles, obligations convertibles, warrants) pour une clientèle d'investisseurs ciblée. De façon plus générale, on observe cependant surtout une réorientation des fonds de *private equity* vers l'investissement en titres de dette décotée⁶⁸ (*distressed debt*). Avec des horizons plus courts, et donc plus proches de ceux des stratégies d'arbitrage de gestion alternative, ces stratégies sont de nature à exercer un impact sur les profils rendement-risque offerts aux investisseurs.

Ces évolutions dans les politiques d'investissement sont potentiellement porteuses de risques. Au plan macroéconomique, de par leurs conséquences sur la lisibilité des stratégies des fonds, elles pourraient réduire la capacité à apprécier et à évaluer les risques systémiques et de stabilité financière liés au *private equity*. A ce stade, ce type de risque devrait néanmoins être globalement limité par l'importance relativement faible des montants gérés par les fonds de capital investissement et parce que certains acteurs du marché, en particulier les fonds de capital risque et de capital développement, sont vraisemblablement assez peu concernés par ces réorientations des stratégies de placement.

A un niveau "microéconomique", il peut en résulter une complexification de l'offre préjudiciable à sa bonne lisibilité et donc à sa compréhension par les investisseurs. Un besoin accru en matière de transparence des fonds en découle, dans un contexte d'exigences renforcées émanant des investisseurs institutionnels en matière de *due diligence*. A cet égard, la multiplication des opérations entre fonds d'investissement (hors marché)⁶⁹, le caractère potentiellement problématique de la valorisation des actifs⁷⁰, l'importance accrue des frais de transaction notamment lorsque les horizons de placement se raccourcissent, ou enfin l'impact des changements de structure du financement des sociétés dans le contexte de *deleveraging*, soulignent les risques de litiges juridiques et de survenance de conflits d'intérêts des promoteurs de fonds.

⁶⁷ Voir *Private Equity News: Patiently bridging the gap*; *Financial News*; 3rd annual survey of financial sponsors; February 2008. On pourra également consulter sur ce point Kaufmann & Hamm (2008) : *Private Equity: Changing Markets, Changing Deal*; *The Metropolitan Corporate Counsel*; Feb 2008.

⁶⁸ De grands noms comme Goldman Sachs, Blackstone ou Carlyle ont, par exemple, levé des fonds en 2008 pour investir dans le marché secondaire de titres de dette décotés (*distressed debt*), un marché où ils entrent en concurrence avec des "vulture funds" établis, comme Oaktree, Apollo ou Cerberus.

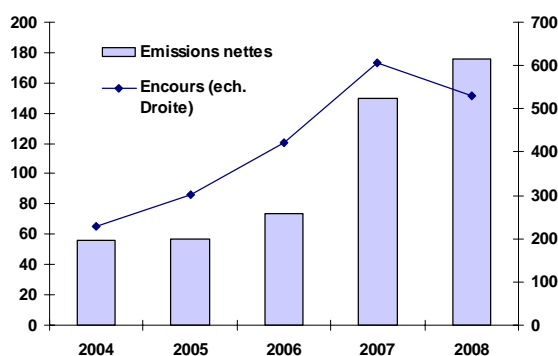
⁶⁹ Selon McKinsey, 37% des encours gérés par le *private equity* en 2005 étaient portés par des *private equity funds-of-funds*.

⁷⁰ La question de la valorisation des sociétés en portefeuille est par définition complexe, en l'absence de cotation sur un marché. Les méthodes de valorisation utilisées dans la pratique présentent une certaine diversité : actualisation des flux de dividendes (*discounted cash flow*), méthode des multiples, comparaison aux pairs, référence aux transactions de marché, etc. Cette diversité peut nuire à la transparence des fonds et altérer la capacité des investisseurs à comparer les portefeuilles et la performance des différents acteurs présents sur le marché.

4. Tendances de l'offre : la crise financière profite aux fonds cotés et stimule un renouvellement des gammes favorable aux fonds complexes

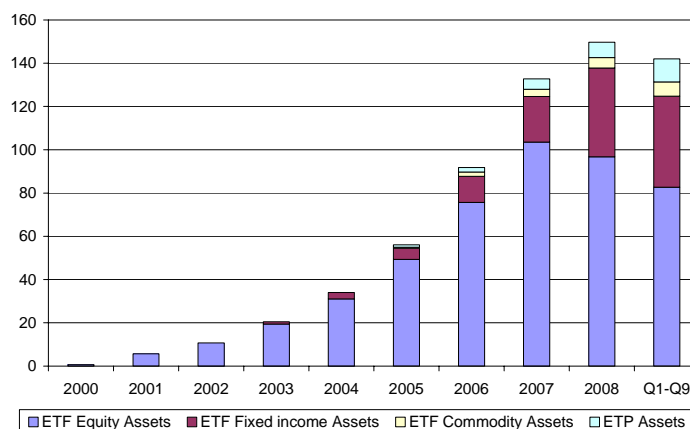
Depuis quelques années, l'offre de fonds de gestion collective tend à se bi-polariser, reflétant en cela l'adoption par certains investisseurs institutionnels de gestions cœur-satellite associant une poche de gestion passive censée couvrir des contraintes de passif (les engagements de l'institutionnel), à une poche de gestion "dynamique" plus risquée et destinée à accroître le rendement du portefeuille. Pour répondre à cette demande, une offre de gestion passive a été développée, dont les produits emblématiques sont les *trackers*, des fonds indiciels cotés répliquant la performance d'indices de grosses capitalisations (*blue chips*). Gérés de façon largement automatisée et donc conçus pour concentrer des encours importants et réaliser des économies d'échelle, ces fonds bénéficient généralement de frais de gestion peu élevés. Dans le contexte de crise, ils ont bénéficié d'une image de simplicité et de transparence qui leur a permis de connaître un engouement renouvelé des porteurs. Aussi, la forte collecte enregistrée en 2008 par les ETF (*Exchange traded funds*) a-t-elle largement compensé les effets de valorisation négatifs (voir graphiques 24 et 25), se traduisant par une relative stabilisation des encours. Cette catégorie apparaît donc comme l'une des rares à bénéficier du contexte conjoncturel.

Graphique 24 : Encours et émissions d'ETF aux Etats-Unis (milliards de dollars)



Source : Réserve fédérale

Graphique 25 : Encours d'ETF en Europe (milliards de dollars)



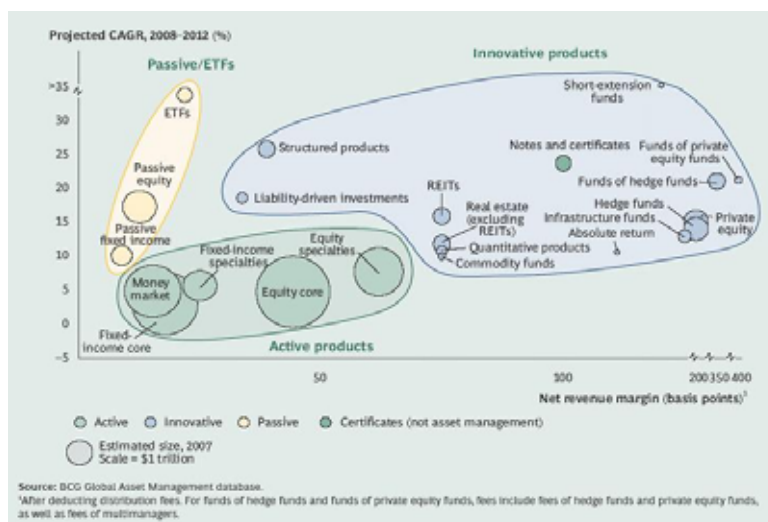
Sources : ETF Research and implementation Strategy Team, Barclays Global Investors, Bloomberg

De façon complémentaire, sont promues des gestions "à valeur ajoutée", plus coûteuses car recourant à diverses formes de structuration des risques pour sortir du cadre de la gestion *benchmarkée* traditionnelle et faire bénéficier les porteurs d'expositions synthétiques à des risques définis positivement. La structuration prend alors –et le cas échéant combine– essentiellement trois formes, selon qu'il s'agit d'investir dans des classes d'actifs illiquides (immobilier, marchandises, *hedge funds*, *private equity*, etc.), de définir des profils temporels de rendement (fourniture de garanties, structures optionnelles, etc.), ou d'adopter des stratégies alternatives, c'est-à-dire cherchant, par la mise en œuvre de techniques de gestion appropriées, à arbitrer des inefficiences de marché pour obtenir des performances décorréées de celles du marché⁷¹.

Ces différents types de stratégies et de techniques de gestion, de par leur complexité et leur impact sur les frais, rendent plus difficile la mission d'information des porteurs. Ceci s'est traduit notamment par une forte sensibilité de ces fonds au contexte de crise, des flux de décollecte significatifs ayant été observés en particulier pour des fonds :

- investis, même dans de faibles proportions, dans des produits de dette structurée, tels les fonds commercialisés comme "monétaires dynamiques". La chute des valeurs des titres de dette structurée dans la seconde partie de l'année 2007 avait alors en effet engendré une réaction en chaîne, les porteurs amplifiant la chute des cours par leurs ventes de parts ;
- dont la performance était perçue comme insuffisamment décorréée de celle des marchés, comme les fonds *absolute return* ou plus généralement certains fonds de gestion alternative, qui ont connu de très fortes décollectes (voir le graphique de l'encadré en page 75);
- des fonds de *hedge funds* et autres structures maîtres-nourriciers susceptibles d'avoir été impactés par l'affaire Madoff.

Graphique 26 : Evolutions de l'offre de fonds de gestion collective



Source : Boston Consulting Group.

De manière plus générale, la crise a souligné l'existence de risques insuffisamment prise en compte par certains fonds complexes et mal appréhendés par les investisseurs, en particulier :

- les risques de liquidité, découlant d'un écart entre la liquidité des actifs dans lesquels les fonds sont investis et celle de leur passif ;

⁷¹ La diffusion de ce type de véhicules dans les portefeuilles de investisseurs institutionnels classiques depuis le début des années 2000 a été mise en évidence notamment dans un rapport de la Banque des règlements internationaux daté de février 2007 : « Institutional investors, global savings and asset allocation », CGFS Paper, N°27.

- les risques de contrepartie, découlant de modalités de structuration des fonds s'appuyant sur l'utilisation de produits dérivés négociés de gré à gré entre banques d'investissement ;
- les risques opérationnels et de fraude, découlant de montages de type fonds de fonds impliquant des processus de gestion complexes et des investissements dans des zones géographiques peu protectrices des droits des investisseurs.

Dans ce contexte, le rétablissement du bon fonctionnement du marché de la gestion collective et de la confiance des porteurs semble exiger une transparence accrue sur les produits, les frais et les dispositifs de gestion des risques. Un tel effort est en effet de nature à non seulement faciliter les *due diligence* des investisseurs institutionnels, mais aussi à améliorer l'allocation d'une fraction importante de l'épargne longue des particuliers.

La nécessité d'une transparence accrue sur les produits de gestion collective

Les modes de commercialisation des produits de gestion collective joueront à cet égard un rôle important. Dans un contexte où la catégorisation des fonds reste à l'échelle internationale du ressort de l'initiative privée⁷², la crise de la gestion d'actifs a souligné les risques liés à l'imprécision des désignations de certains produits de gestion collective et en particulier à la constitution par les promoteurs de types de fonds dont la finalité est essentiellement commerciale mais l'intérêt effectif dans une perspective d'allocation patrimoniale s'avère pas ou mal compris des porteurs. Ceci induit une sous-optimalité des allocations d'actifs, caractérisée notamment en période de crise par une recherche forte mais mal définie de sécurité et des comportements d'investissement excessivement court-termistes. La promotion de "fonds monétaires dynamiques" a ainsi pu donner lieu à amalgame entre des fonds monétaires et des fonds exposés à des risques du marché (en particulier de dette titrisée)⁷³, qui a occasionné entre le second semestre 2007 et le premier semestre 2008 des mouvements massifs de décollecte et de recollecte des fonds monétaires. A des échelles diverses, des risques de même nature sont identifiés aujourd'hui pour différents types de fonds complexes ou innovants, dont le fonctionnement peut faire l'objet d'une compréhension imprécise en l'absence d'une information pertinente et exhaustive communiquée aux porteurs.

Les fonds de type ETF peuvent également soulever des problèmes en matière de transparence et de compréhension par les investisseurs. La satisfaction des critères fondant l'éligibilité à la cotation des fonds, à savoir leur capacité à répliquer la performance d'indices diversifiés, représentatifs d'une référence de marché, et transparents (faisant l'objet d'une publication)⁷⁴, est rendue de plus en plus difficile à apprécier⁷⁵ par le développement d'indices complexes ou propriétaires qui n'ont plus vocation à reproduire la performance globale de marchés d'actions. De fait, la quasi-totalité des ETF lancés au cours des deux dernières années n'a pas vocation à répliquer la performance d'indices "larges", mais au contraire à fournir des expositions sur des risques spécifiques. Les expositions recherchées concernent, soit des segments spécifiques des marchés actions (secteurs, pays émergents, styles, etc.), soit de nouvelles classes d'actifs (immobilier, *private equity*, marchandises, etc) ou des "thématiques" (développement durable, *shariah*, etc.). Des expositions plus complexes encore peuvent être proposées, les indices sous-jacents pouvant par exemple offrir une performance

⁷² Les rediffuseurs de données sont les principaux fournisseurs de nomenclatures de fonds harmonisées à l'échelle internationale. A cet égard, la définition par l'AMF de catégories de fonds, ce qui ne vaut bien entendu que pour son domaine de compétence domestique, constitue une exception parmi les régulateurs financiers.

⁷³ Sur ce point, on pourra par exemple, consulter le rapport de la médiation de l'AMF 2008 ainsi que les propositions faites par l'AMF lors de la consultation publique lancée le 24 février 2009 : "L'Autorité des marchés financiers consulte sur la régulation des OPCVM monétaires". On note également que la réglementation des fonds monétaires aux Etats-Unis a fait l'objet d'un réexamen approfondi par l'industrie de la gestion collective (ICI), dont un groupe de travail formé en novembre 2008 a publié en mars dernier un rapport (Report of the Money Market Working Group, http://www.ici.org/pdf/ppr_09_mmwg.pdf).

⁷⁴ "CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS" de mars 2007 précise les conditions réglementaires requises par la qualification d'indice.

⁷⁵ Le cas particulier des indices de *hedge funds* a été analysé de façon approfondie par F-S. Lhabitant (« Les indices de *hedge funds* doivent-ils être éligibles ou non aux fonds grand public ? », Les Cahiers scientifiques n°2, septembre 2006, AMF).

assortie d'une garantie en capital, ou corrélée négativement à la performance d'indices actions (*short*), ou assortie d'effets de levier (*leveraged*), ou encore structurée pour répliquer des stratégies alternatives ou des gestions dynamiques (gestion coussin ou CPPI).

Dans le domaine des frais, la compréhension de la tarification des fonds par les porteurs soulève deux questions. La première concerne les sources de frais indirects. De fait, en dépit de l'existence d'un indicateur synthétique et harmonisé à l'échelle européenne de frais de gestion –le *Total Expense Ratio*, décliné en France comme Total des Frais sur Encours– les informations dont disposent les porteurs restent incomplètes. D'une part, cet indicateur ne comprend par construction que des frais récurrents, excluant ainsi les frais perçus en une seule fois et indépendamment de la durée de détention du fonds, comme les frais d'entrée (*front-end loads*) ou de sortie (*exit fees*) des fonds. D'autre part, ils ne prennent que partiellement en compte les coûts de transaction relatifs à l'achat et à la vente de titres pour les besoins de la gestion de portefeuille⁷⁶. Or, ces frais de transaction peuvent être significatifs et ont augmenté fortement en temps de crise, du fait notamment de la volatilité accrue des cours et de l'importance des rachats des porteurs, pénalisant d'autant plus les performances de ces derniers. Enfin, ces indicateurs ne tiennent pas compte des commissions de (sur)performance, qui sont de plus en plus fréquemment perçues par les gérants d'actifs⁷⁷. Concernant plus spécifiquement les fonds cotés, des questions sont également posées au sujet des sources de rémunération indirecte des intermédiaires. De fait, le marché boursier secondaire étant animé par des teneurs de marché, qui ont une capacité d'ajustement stratégique de leurs stocks et donc d'impact sur la fourchette de cotation des fonds, il reste à établir dans quelle mesure ils constituent l'animation du marché secondaire en source de profit additionnelle.

La seconde question concerne la répartition des sources de revenu entre les distributeurs de fonds et les promoteurs. L'enjeu est celui de l'alignement de l'intérêt du distributeur sur celui du porteur, là où les recommandations de vente de fonds peuvent être biaisées par les rémunérations susceptibles d'être tirées du vendeur, qu'elles soient directes à travers les frais d'entrée ou indirectes, lorsqu'une partie des frais de gestion est rétrocédée par les gérants aux réseaux de distribution⁷⁸. Ce conflit d'intérêts du distributeur de fonds a été identifié de longue date, mais il continue à exister dans un contexte où les réseaux de distribution demeurent en général la propriété de groupes bancaires intégrés et où les "architectures ouvertes" mettant en concurrence les gestionnaires de fonds sont encore peu développées dans beaucoup de pays, dont la France.

La crise financière et le mouvement de défiance des porteurs conduiront probablement à un renouvellement des gammes et à une rationalisation de ces dernières, sous l'effet de la baisse de profitabilité, notamment dans les groupes de dimension internationale susceptibles d'exploiter les possibilités offertes par la mise en œuvre prochaine de la directive OPCVM IV (cf. *infra*). Ces évolutions ne resteront pas sans effet sur la commercialisation des fonds et donc sur l'allocation des porteurs. Il convient alors de s'assurer que les nouvelles générations d'OPCVM bénéficieront d'une meilleure lisibilité et qu'elles permettront aux porteurs, comme l'annoncent les acteurs de l'industrie, de bénéficier de retransmissions des économies d'échelle réalisées par le biais de réduction des frais. Plus spécifiquement, ces évolutions sont susceptibles d'engendrer une recrudescence des opérations de fusion et d'absorption de fonds dont il conviendra d'analyser les effets pour les porteurs de parts.

La transparence des produits de gestion collective et donc la capacité de sélection et de comparaison des porteurs devraient par ailleurs être renforcées par les évolutions réglementaires à venir en matière d'information des épargnants. En particulier, la révision du format et l'harmonisation européenne du prospectus

⁷⁶ En particulier, les frais de transaction associés à l'achat et à la vente de produits traités de gré-à-gré (notamment les produits de dette) qui ne font -contrairement aux produits traités en bourse- pas l'objet de commissions de négociation explicites, ne sont visibles que par leur impact sur l'actif de l'OPCVM, c'est-à-dire sur la performance du fonds.

⁷⁷ La transparence des frais semble se poser avec une acuité particulière dans le domaine du *private equity*. L. Phalippou (« Beware in Venturing in Private Equity », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, N°4, Fall 2008) met notamment en évidence l'existence de frais « cachés », liés à la gestion des participations présentes dans le portefeuille des fonds (« *portfolio company fees* »).

⁷⁸ Selon les évaluations de la Commission européenne, ces rétrocessions constituent en moyenne plus de la moitié des frais de gestion.

simplifié, dont les modalités sont actuellement en cours de discussion, permettront une identification plus simple par les investisseurs des propriétés essentielles des fonds de gestion collective, que ce soit en matière de profil rendement-risque ou en matière de frais prélevés⁷⁹. Ces changements, pour souhaitables qu'ils soient, ne doivent cependant pas faire oublier la faible rationalité de nombreux investisseurs, particuliers voire institutionnels, qui se matérialise par des allocations souvent peu optimales.

Les fonds fermés, une réponse aux problèmes de liquidité

De nouvelles formes juridiques et fonctionnelles sont apparues comme susceptibles de contribuer à remédier à certaines des déficiences inhérentes aux OPCVM mises en valeur par la crise, en particulier en matière de liquidité. La réforme en France du statut réglementaire de la SICAF, fonds d'investissement fermé structuré juridiquement sous une forme sociale, est de nature à favoriser l'émergence de véhicules dans lesquels les éventuels problèmes de liquidité posés aux fonds ouverts sont par construction circonscrits à la date d'échéance des fonds. Cette structure permettra ainsi d'enlever l'obligation pour les gérants de fonds d'assurer la liquidité des parts, c'est-à-dire d'être en mesure à tout moment de satisfaire les demandes de rachat des porteurs. Cette obligation avait mis en difficulté certains acteurs, dans le contexte récent de crise et d'illiquidité de certains marchés sur lesquels les fonds avaient investi.

Cette réforme⁸⁰ est avant tout de nature à avoir des implications pour les investisseurs qualifiés, mais elle pourrait cependant soulever des questions si elle se traduisait par un développement significatif des fonds fermés cotés distribués auprès du grand public, à l'image des *Closed-end funds* américains⁸¹. En effet, la liquidité du marché secondaire des parts de ce type de fonds fermés est généralement assurée par la cotation sur un marché boursier. Or, dans les pays où ces produits se sont développés (notamment le Royaume-Uni et les Etats-Unis), des écarts substantiels peuvent être observés entre la valorisation des parts du fonds sur le marché et la valeur liquidative des fonds calculé à partir des actifs en portefeuille. Ces écarts, qui sont en règle générale des « décotés », restent largement inexplicables et soulèvent des questions sur la rationalité des comportements d'investissement des porteurs⁸². De manière générale, comme l'illustrent ces anomalies de valorisation, l'absence de contrainte de liquidité pour le promoteur de fonds fermés doit être compensée par des exigences élevées en matière de transparence sur les portefeuilles sous-jacents et en matière de gouvernance.

Perspectives

Dans un contexte de redéfinition des stratégies des acteurs liée à la crise, il reste difficile de préciser les nouvelles tendances en matière d'offre de fonds de gestion collective et de demande de fonds innovants ou complexes. Des facteurs plaident cependant en faveur d'une croissance rapide de segments de marché supposés permettre de bénéficier de rendements plus élevés que ceux historiquement bas des marchés monétaires et obligataires. Certains investisseurs institutionnels continueront d'exprimer une préférence pour des styles de gestion offrant des profils spécifiques en matière de rendement et de risque et des opportunités de diversification. Ce sera probablement le cas des fonds de pension à prestations définies, incités par leurs engagements à long terme et les risques d'inflation qu'ils supportent à investir sur les marchés d'actions cotées, ou des marchés relativement illiquides de type actions non cotées ou immobiliers, mais qui se trouvent à court terme limités dans leur prise de risque par l'adoption généralisée des normes comptables en *fair value*, le

⁷⁹ Voir travaux de la Commission européenne mentionnés dans la rubrique « Investor information » du site de la Division Marché intérieur et du CESR, notamment le « Consultation paper on Technical issues relating to Key Information Disclosures (KID) for UCITS du 16 mars 2009.

⁸⁰ Voir consultation publique de décembre 2008 de la DGTFPE du Ministère des Finances sur la refonte de l'ordonnance n°45-2710 du 2 novembre 1945 relative aux sociétés d'investissement, et l'ordonnance du 30 janvier 2009 relative aux sociétés d'investissement à capital fixe, aux fonds fermés étrangers et à certains instruments financiers dont les modalités d'application sont appelées à être précisées par décret prochainement.

⁸¹ A la fin de l'année 2008, l'encours des *Closed-end funds* se montait à 207 milliards de dollars.

⁸² Voir notamment, P. Russel et D. Malhotra (2008); "Unravelling the closed-end funds pricing puzzle: some new evidence".

durcissement des réglementations prudentielles ou encore le vieillissement des populations, qui induit le versement de revenus réguliers. Les investisseurs particuliers, quant à eux, devraient porter une attention croissante au risque de marché auquel ils sont exposés à travers leur placement, et favoriser par ce biais la détention de fonds structurés ou à formule. Le maintien de la collecte de ces fonds constitue d'ailleurs une illustration de cette hypothèse, même si les niveaux très bas de valorisation enregistrés sur les marchés d'actions invitent actuellement à s'interroger sur la pertinence d'une telle allocation de portefeuille dans une perspective de long terme.

5. Les réorientations stratégiques des acteurs

Les impacts de la crise sur la profitabilité des acteurs ont été substantiels. Ainsi, au premier trimestre 2009, les grandes sociétés de gestion enregistraient encore, malgré des réductions de coûts importantes, des baisses de profitabilité significatives, certaines affichant même des pertes. Ce phénomène a particulièrement affecté les gestions alternatives, qui subissaient encore au premier trimestre 2009 des décollectes. En l'espèce, le caractère traditionnellement cyclique des activités de gestion collective semble avoir été accentué par l'effet conjugué des réallocations massives des porteurs vers les dépôts bancaires ou des parts d'OPCVM monétaires moins rémunératrices, et l'adoption croissante de structures de frais de gestion variables –les commissions de performance. Outre Manche, ces évolutions ont encore été accentuées, pour certaines sociétés de gestion cotées, par un effondrement des conditions de financement et des cours boursiers.

Tableau 3 : Profitabilité des principales sociétés de gestion françaises (1^{er} trim. 2009)

(en millions d'euros)	BNP Paribas	Crédit Agricole	Natixis	Société Générale
Produit net bancaire	548*	370	299	137
Evolution des coûts sur un an	-5%	-13,3%	-6%	-16%
Résultat brut d'exploitation	130*	154	74	-41
Evolution du RBE sur un an	-19%	-28%	-4%	80%
Encours (en milliards d'euros)	235	455,8	447,7	264,2
Collecte nette (en milliards d'euros)	8,8	2,1	5,2	-2,2%

* y compris gestion privée

Source : L'AGEFI, lundi 18 mai 2009

Cette pression conjoncturelle sur la profitabilité a accéléré la consolidation de l'industrie, mouvement qui permet non seulement d'atténuer les effets de la cyclicité par la diversification des sources de revenus mais également de réduire les coûts fixes unitaires par l'obtention d'économies d'échelle. Le cas de figure emblématique est ici la fusion programmée de Société Générale Asset Management avec Crédit Agricole Asset Management. Au-delà du contexte de crise, ce processus de concentration industrielle semble structurellement voué à se prolonger sous l'effet de l'évolution du cadre réglementaire européen, en l'occurrence de l'adoption de la directive dite OPCVM IV. Par la création notamment d'un passeport des sociétés de gestion et de divers mécanismes de consolidation (fusion) transfrontière des fonds, cette directive a précisément pour objet d'inciter à la réalisation d'économies d'échelle au sein de l'industrie de la gestion collective en Europe. Ces économies d'échelle permettraient de limiter les coûts pour les porteurs découlant de la fragmentation actuelle du marché.

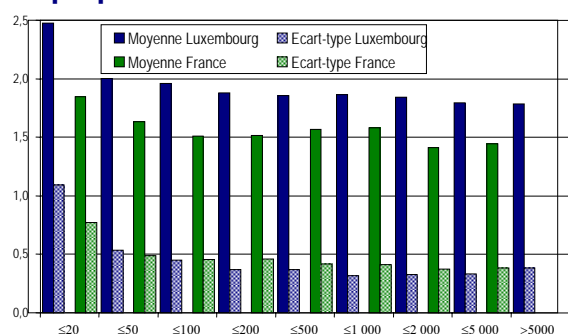
Les réorganisations industrielles et géographiques suscitées par la directive OPCVM IV sont donc susceptibles de bénéficier aux épargnants. Elles sont cependant également porteuses d'un certain nombre de risques pour la concurrence et la protection des épargnants.

La concentration croissante du marché autour d'un nombre limité d'acteurs pourrait entraîner un risque de moindre accès au marché des nouveaux entrants dans un contexte caractérisé par le cloisonnement des architectures de distribution de fonds. Pour atteindre les objectifs de renforcement de la concurrence visés par la directive, un décloisonnement apparaît en effet comme d'autant plus nécessaire que la consolidation des acteurs de la gestion d'actifs observée dernièrement a concerné principalement des groupes bancaires intégrés, propriétaires de leurs réseaux de distribution. Les orientations stratégiques actuelles des acteurs sont ici particulièrement importantes, car elles engagent des choix en matière d'infrastructures de "gestion de passif" qui sont structurants pour le fonctionnement des réseaux de commercialisation. Mentionnons à ce stade que la crise financière peut avoir mis un frein à la tendance, déjà peu affirmée, d'ouverture des architectures de distribution. En l'occurrence, la décollecte et le recul des encours des fonds de gestion collective et la nécessité de maîtriser le risque réputationnel dans le contexte de crise et de mauvaise compréhension de certains types de fonds par les investisseurs, plaident pour la commercialisation de gammes de fonds « maison », qui sont à la fois davantage rémunératrices à l'échelle du groupe dans son ensemble et mieux maîtrisées.

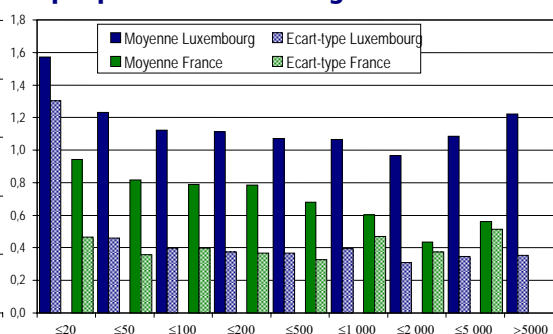
A cet égard, les mécanismes de formation des prix observés aujourd'hui sur le marché de la gestion collective ne semblent pas attester, hormis peut-être sur certains segments spécifiques, de l'exercice d'une forte concurrence sur les prix. En particulier, l'étude en coupe instantanée de la relation entre taille et frais des OPCVM dans les principaux pays de domiciliation européens semble attester au mieux d'une faible retransmission des économies d'échelle aux porteurs au sein des marchés domestiques⁸³.

Fonds français et luxembourgeois - Moyenne (%) et écart-type (%) des TER *retail* par classe de taille (millions d'euros)

Graphique 27 : Fonds "Actions"



Graphique 28 : Fonds "Obligations"



Source : AMF

La fragmentation de la chaîne de valeur et l'allongement de la chaîne d'intermédiation suscités par les réorganisations industrielles en cours et à venir peuvent porter atteinte à la protection des investisseurs du marché de la gestion collective, d'autant plus si ces mouvements impliquent des espaces géographiques non homogènes sur le plan réglementaire. Sur ce point, deux tendances sont notamment de nature à accroître le besoin d'extension des dispositifs de gestion des risques en place, notamment :

- la spécialisation, en particulier du fait de la sophistication et de l'automatisation croissantes des techniques de gestion, et son corollaire qui est la délégation à des prestataires externes ;
- la complexification des structures des fonds, en particulier le recours à des structures emboîtées⁸⁴.

Dans ce contexte, il est à craindre que les exigences renforcées d'amélioration des procédures et systèmes de gestion des risques et de transparence ne pèsent fortement sur des acteurs spécialisés de taille petite ou moyenne.

⁸³ Voir Risques et Tendances n°6 (à paraître), AMF.

⁸⁴ La gestion des risques d'un contrat d'assurance vie en unités de compte investi en fonds de fonds, eux-mêmes investis en fonds maîtres-nourriciers, eux-mêmes investis en produits structurés élargie à un cadre transfrontalier

6. Synthèse des tendances récentes du marché de la gestion collective et des sources de risque

Les encours gérés par les véhicules de gestion collective traditionnels ont enregistré un recul significatif sur l'ensemble de l'année 2008, en raison de retraits des déposants mais surtout de performances très négatives, notamment sur certains segments de marchés. L'industrie de la gestion alternative a pâti du décrochage massif des marchés d'actions et du durcissement très violent des conditions de financement des stratégies, avec pour conséquences une dégradation forte des performances et des demandes de rachat de la part des investisseurs. L'éclatement de l'affaire Madoff dans ce contexte dégradé sera apparu comme une difficulté supplémentaire. Cette vague de rachats a mis en exergue le risque de liquidité encouru par certains véhicules, en particulier les fonds de fonds alternatifs. Les fonds de *private equity*, précisément ceux spécialisés dans le capital transmission, se sont par ailleurs trouvés dans l'impossibilité de poursuivre leurs acquisitions sous forme de *leveraged buyouts* et certains se sont dirigés vers des formes d'investissement éloignées de leur mission d'origine, notamment en se portant acquéreurs de titres de dette *corporate* dépréciés. Dans ce panorama d'ensemble difficile pour les acteurs de la gestion collective, rares ont été les marchés qui se sont développés. On peut cependant mentionner celui des ETF (*Exchange traded funds*), qui ont continué à capter des flux d'épargne croissants en Europe comme aux Etats-Unis. Ce marché a bénéficié du mouvement de fuite vers la simplicité d'un nombre élevé d'investisseurs.

Si la crise financière a pesé lourdement sur tous les acteurs de gestion d'actifs, elle a éprouvé en premier lieu certains gérants de petite taille, en particulier ceux spécialisés sur des segments de marché ou des stratégies particulièrement affectés par l'assèchement de la liquidité sur les marchés financiers. Les acteurs plus importants ont dans l'ensemble pu atténuer l'impact des décollectes grâce à leur offre diversifiée de services de gestion. La recherche de solidité financière face aux risques nouvellement perçus (de liquidité et de contrepartie notamment) et la volonté de dégager des économies d'échelle se sont matérialisées par des rapprochements capitalistiques dont certains de grande ampleur, à l'image du *joint venture* entre CAAM et SGAM. Au-delà de ces mouvements capitalistiques, la crise financière et la réduction des encours sous gestion ont pu remodeler temporairement les stratégies commerciales, en particulier en matière de distribution et de gammes de produit.

L'analyse des tendances sur les marchés domestiques et étrangers de la gestion collective conduit à formuler un certain nombre de risques.

Le premier risque est lié au processus d'innovation dans la gestion collective et porte sur la transparence et la lisibilité des fonds. Les gammes de fonds de gestion collective se sont considérablement développées au cours de ces dernières années, dans le sens d'une complexité accrue pour les porteurs. D'une part, les fonds de gestion collective recourent de manière croissante à des techniques de gestion sophistiquées et tendent à proposer diverses formes de structuration du risque ou l'accès à de nouvelles classes d'actifs, souvent illiquides. D'autre part, un marché secondaire des fonds cotés en bourse, organisé autour d'intermédiaires chargés d'assurer la tenue de marché, tend à se substituer aux modalités traditionnelles de rachat de parts d'OPCVM par les porteurs, gérées de gré à gré par les promoteurs des fonds. Ces traits de complexité ne sont d'ailleurs pas exclusifs. En effet, les produits complexes et difficiles à valoriser ont structurellement intérêt à se faire coter, compte tenu de leur plus faible liquidité. Ceci explique le succès de certaines gammes d'ETF complexes et pourrait présager du succès futur de certains fonds fermés.

L'accès à un spectre élargi de classes d'actifs et la gestion du risque que permet l'innovation financière peuvent apporter des bénéfices substantiels aux épargnants. Mais une telle orientation des gammes de fonds n'est pas exempte de risques. La complexité de certains fonds risque d'engendrer une compréhension insuffisante par les porteurs de leur fonctionnement et des risques qu'ils comportent, liés à la structuration des véhicules (risques de contrepartie ou d'illiquidité des actifs sous-jacents) ou à l'utilisation d'indices complexes, insuffisamment représentatifs ou aux performances non observables par tous les investisseurs. Par ailleurs, se pose également

un risque de mauvaise appréciation des coûts, souvent « cachés », de structuration des produits et/ou d'intermédiation engendrés par le fonctionnement du marché secondaire.

Le second risque découle des réorganisations industrielles en cours et à venir dans la gestion d'actifs et concerne la protection de l'épargne et les niveaux de frais. Anticipant l'entrée en vigueur de la directive OPCVM IV, les réorganisations industrielles du marché européen de la gestion collective se traduisent par une complexification croissante de la chaîne de valeur et par une externalisation de certaines activités de gestion ou de conservation des actifs. Ces évolutions sont bénéfiques pour les acteurs du marché dans le cas où elles permettent une diversification de l'offre de fonds, ainsi qu'une rationalisation des processus de production et une spécialisation des intervenants, génératrices d'économies d'échelle et de baisses de frais. Elles peuvent néanmoins être porteuses de risques pour l'épargnant dès lors qu'elles se déroulent dans un contexte d'harmonisation insuffisante des régimes juridiques nationaux, et donc avec des niveaux inégaux de protection des épargnants, comme l'a illustré l'affaire Madoff. Par ailleurs, les baisses de frais rendues possibles par l'augmentation des échelles de production pourraient ne s'avérer que partielles si les forces de la concurrence sont grippées par des architectures de distribution fermées.

« Risques et tendances » est une publication réalisée par le Département des Etudes de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l'Autorité des marchés financiers

Directeur de la publication Thierry Francq	t.francq@amf-france.org 01.53.45.63.06
Rédacteur en chef Fabrice Pansard	f.pansard@amf-france.org 01.53.45.63.57
Equipe de rédaction Anne Demartini	a.demartini@amf-france.org 01.53.45.63.39
Elisabeth Fonteny	e.fonteny@amf-france.org 01.53.45.63.61
Laurent Grillet-Aubert	l.grillet-aubert@amf-france.org 01.53.45.63.38
Carine Romey	c.romey@amf-france.org 01.53.45.63.41
Secrétariat Muriel Visage	m.visage@amf-france.org 01.53.45.63.35

« Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF
