



Risques et tendances - n°5

CARTOGRAPHIE 2008 DES RISQUES ET DES TENDANCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET POUR L'ÉPARGNE

Ce rapport a été préparé par le Département des Etudes de l'Autorité des marchés financiers. Il 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. Le contenu de ce rapport n'a, en aucune manière, vocation à indiquer ou garantir ces futures évolutions. Toute copie, diffusion et reproduction de ce rapport, en totalité ou en partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.

SOMMAIRE

EDITORIAL	p. 5
RÉSUMÉ.....	p. 7
INTRODUCTION	p.16
L'environnement global : une année 2007 marquée par la crise financière	p.20
LES TENDANCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS DE GROS ET LES RISQUES POUR LES INTERMÉDIAIRES, LES SOCIÉTÉS COTÉES ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	p.30
<u>I - Les marchés en 2007</u>	p.31
1. La montée en puissance des dettes à risque a caractérisé l'ensemble des marchés obligataires	p.31
2. Les marchés d'actions ont été marqués par une très forte activité de fusions acquisitions et d'émissions de capital.....	p.36
3. Le recul de la cote des marchés réglementés s'est poursuivi au profit des segments organisés	p.40
4. Les marchés de gré à gré ont connu une croissance forte, sous l'impulsion notamment des produits dérivés de crédit.....	p.42
5. Les fonds d'investissement occupent une place de plus en plus centrale au sein des marchés financiers.....	p.43
<u>II - Les infrastructures de négociation et de post-marché</u>.....	p.47
1. L'accélération des mutations des infrastructures de marché a des origines à la fois réglementaires et techniques	p.47
2. Diverses motivations stratégiques expliquent la multiplication récente des initiatives des entreprises de marché	p.49
3. Les impacts des nouveaux arbitrages réglementaires entre concurrence et fragmentation sur les marchés d'actions restent à évaluer.....	p.51
4. Les infrastructures de post-marché représentent des risques opérationnels et des enjeux stratégiques de plus en plus élevés	p.54
Synthèse des tendances et des risques sur les marchés de gros, pour les intermédiaires, les sociétés cotées et les investisseurs institutionnels	p.56

LES TENDANCES DES MARCHÉS DE L'ÉPARGNE INDIVIDUELLE ET COLLECTIVE ET LES RISQUES POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERSp.60

I - L' épargne des ménages en 2006-2007..... p.61

1. Les placements s'orientent toujours en majorité vers l'assurance vie et les produits d'épargne bancaire..... p.61
2. Le poids de la gestion collective demeure globalement élevé au sein des placements financiers des ménages..... p.65
3. La détention globale d'actions a progressé au sein des patrimoines financiers, au rythme de la reprise des marchés p.70
4. Le risque en capital du portefeuille d'actifs financiers des ménages français demeure au total relativement faible p.71

II - La gestion collective p.74

1. La crise financière a entraîné une décollecte significative des OPCVM monétaires dynamiques..... p.74
2. Les marchés domestiques d'OPCVM ont été affectés de manière différenciée en Europe et dans le monde p.76
3. Les fonds non harmonisés ont enregistré une croissance particulièrement rapide quoique diverse..... p.79
4. L'offre de produits a vu plusieurs développements remarquables à la fois vers la gestion cotée indicielle et vers les gestions spécialisées .. p.84
5. La rentabilité de l'industrie continue à être déterminée par une pluralité de facteurs..... p.88

Synthèse des tendances et des risques sur les marchés de l'épargne individuelle et collective et pour les investisseurs particuliers p.89

Éditorial



Il y a un an, dans le cadre de sa démarche générale de « meilleure régulation », l'Autorité des marchés financiers a publié pour la première fois une cartographie des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne, afin de rationaliser son suivi des évolutions de fond et de recenser les risques potentiels au sein de la sphère financière. L'objectif ultime étant de fournir au régulateur de marché une vision globale et structurée de l'environnement dans lequel il prend ses décisions, ce rapport avait ainsi tout naturellement vocation à être mis à jour chaque année. Dans cette perspective, l'édition 2008 de la cartographie des risques constitue la première actualisation de ce document.

Cette mise à jour intervient alors que les marchés financiers mondiaux sont secoués, depuis l'été 2007, par d'importantes turbulences initialement provoquées par la crise américaine du crédit hypothécaire *subprime*, que le recours massif à la titrisation et le développement concomitant des produits financiers complexes ont par la suite amplifiée, propagée et *in fine* transformée en crise de liquidité internationale. A cet égard, il convient de souligner que la cartographie publiée en janvier de l'année dernière avait anticipé certains des risques liés aux produits de financement structuré, puisque le rapport pointait d'une part le risque d'illiquidité de certaines classes d'actifs complexes, notamment en cas de retournement des marchés, et s'interrogeait d'autre part sur la qualité et la fiabilité de la mesure du risque de crédit assurée en particulier par les agences de notation. Force est de constater que les questions ainsi soulevées ont trouvé une résonance singulièrement aigüe au cours du deuxième semestre 2007.

Au-delà et plus globalement, la cartographie publiée l'an dernier a permis d'orienter et d'enrichir le programme de travail de l'AMF pour la période 2007-2008, puisque l'identification des grandes sources de risque dans le rapport a inspiré la mise en œuvre d'études et la constitution de groupes de travail, afin d'approfondir les thématiques ainsi mises en lumière et, le cas échéant, d'apporter des éléments de réponse aux questions posées.

La mise à jour de la cartographie des risques et des tendances pour l'année 2008 a eu la chance de bénéficier de nombreuses remarques constructives formulées dans le cadre de la consultation publique lancée par l'Autorité des marchés financiers lors de la publication du premier numéro de la cartographie en 2007¹. L'un des principaux changements par rapport à l'édition 2007 concerne la structure du document. Initialement construit autour de deux grandes problématiques, celle des marchés de détail d'une part et celle des

¹ Une synthèse des cinq réponses à cette consultation est disponible sur le site internet de l'AMF.

marchés de gros d'autre part, le rapport est scindé cette année en trois grandes parties, la première d'entre elles présentant une vue d'ensemble de l'environnement financier en 2007, largement consacrée à la crise financière. La deuxième partie traite des évolutions sur les marchés financiers de gros, tandis que la dernière s'intéresse aux grandes tendances observées au cours de l'année passée concernant l'épargne des investisseurs particuliers et la gestion collective.

L'AMF publie en parallèle son programme de travail pour la période 2008-2009. La lecture du présent document permettra à chacun de constater le lien étroit existant entre les risques identifiés dans la cartographie et les axes de travail définis pour les prochains mois.

Je souhaite que cette nouvelle publication soit l'occasion d'échanges aussi utiles et fructueux que l'an passé avec l'ensemble des parties prenantes sur la Place et qu'elle permette à chacun de mieux comprendre les enjeux qui sous-tendent la stratégie et les actions du régulateur français au plan domestique et international.

Bonne lecture !

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Michel Prada', with a long horizontal stroke extending to the left.

Michel Prada

Résumé

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

L'environnement international a été marqué en 2007 et au début 2008 par des turbulences très importantes sur les marchés financiers, qui trouvent leur origine dans une distribution de crédits hypothécaires à risque aux Etats-Unis et l'utilisation mal maîtrisée de dispositifs plus ou moins complexes de refinancement de ces créances par titrisation. Les banques ont été largement au centre de ces turbulences, du fait de leur politique d'investissement en produits de financement structuré et des besoins en liquidités massifs découlant de la nécessité de refinancer certains conduits ABCP ou Structured Investment Vehicles. Les marchés d'actions ont été lourdement impactés par la crise bancaire, accusant depuis l'été 2007 un mouvement de recul marqué. La correction des marchés a par ailleurs été accentuée par certains dysfonctionnements du marché des produits de financement structuré, comme le manque de robustesse et de fiabilité des modèles d'évaluation des risques de crédit ou l'insuffisante transparence des véhicules de titrisation.

Avant d'être frappé par l'impact des turbulences financières, l'année 2007 aura encore été marquée en Europe par une hausse des émissions de produits de financement structuré, qui se sont montées à environ 500 milliards d'euros. Jusqu'à l'été 2007, ces émissions ont été dopées du côté de l'offre par la croissance des crédits hypothécaires, dans un contexte de dynamisme des marchés immobiliers, et par la vigueur des opérations de leveraged buyout (LBO), dont les prêts ont fait largement l'objet d'un refinancement par titrisation. Du côté de la demande, les investisseurs se sont lancés dans un processus de recherche effrénée de rendement, dans un contexte caractérisé par un excès de liquidités et un niveau très bas des taux d'intérêt. Le développement des opérations de LBO de grande taille s'est accompagné d'une tension sur les montages financiers et juridiques, et d'une détérioration de la protection des créanciers, à travers une baisse du nombre de covenants associés aux contrats de prêts.

Les émissions de capital ont été globalement en hausse sur les marchés d'actions en 2007. Un autre élément remarquable a été la progression significative des opérations de fusions acquisitions, qui ont atteint au niveau mondial environ 4000 milliards de dollars et près de 2000 milliards de dollars en Europe, là aussi avant la rupture brutale du début 2008. Sur les trois principales places financières, la tendance au repeuplement de la cote en 2007 a essentiellement reposé sur le développement des marchés « organisés » non réglementés, à l'image de l'Alternative Investment Market (AIM) sur le London Stock Exchange ou d'Alternext. Les cotes des marchés réglementés ont quant à elles poursuivi leur recul, dans un contexte marqué par ailleurs par une baisse de la population des sociétés étrangères.

La présence des fonds d'investissement tend à se renforcer sur l'ensemble des marchés financiers. En particulier, les véhicules de type *hedge funds*, de même que les fonds de *private equity* ainsi que les fonds

souverains, ont atteint en 2007 une dimension exceptionnelle de leurs encours sous gestion. Les modes de gestion mis en œuvre par les *hedge funds* leur confèrent une place de premier plan dans les transactions opérées sur certains marchés, en particulier sur le marché des dérivés de crédit. L'essor de l'ensemble de ces fonds d'investissement s'accompagne dans certains cas d'une montée en force des problématiques d'activisme actionnarial, dans un contexte marqué par ailleurs par un rôle encore relativement passif des fonds de gestion collective classiques, dans la gouvernance des sociétés cotées.

Les marchés de produits dérivés demeurent sur un sentier de croissance particulièrement forte. La demande pour ce type d'instruments bénéficie de facteurs de soutien importants, relatifs à la fois aux évolutions de la gestion d'actifs pour compte de tiers et aux innovations financières mises en place par les banques d'investissement. Tirés par la forte croissance des dérivés de crédit, ce sont les marchés de gré à gré qui affichent le rythme de progression le plus rapide.

Les bourses poursuivent leurs évolutions industrielles, liées d'une part à l'évolution de leur gouvernance consécutive à la phase de démutualisation et de cotation et d'autre part aux progrès technologiques, qui soutiennent la recherche d'économies d'échelle. Les stratégies de croissance s'orientent dans ce contexte selon deux axes, à savoir une diversification horizontale, par laquelle les marchés réglementés tentent d'étendre leur domaine de compétence, et une intégration verticale. Ces stratégies répondent en grande partie à l'ouverture croissante de la négociation à la concurrence des intermédiaires qui contestent de plus en plus la prédominance des marchés établis. Les conséquences en sont multiples en termes d'organisation des marchés, de nouvelles structures, innovantes –*Alternative Trading Systems* et autres *dark pools of liquidity*– offrant aux intermédiaires et investisseurs institutionnels des solutions de plus en plus évoluées pour leurs besoins spécifiques à des tarifs d'appel très compétitifs.

Dans ce contexte concurrentiel, les infrastructures de post-marché représentent un enjeu stratégique particulièrement important, dans la mesure où elles constituent à de nombreux égards des clés d'accès aux marchés eux-mêmes. Ceci apparaît particulièrement vrai dans le domaine des marchés de dérivés, en plus forte croissance que les marchés d'actions au comptant, historiquement les premiers à s'être organisés autour d'infrastructures technologiques modernes. Avant même d'aborder les aspects stratégiques, cependant, l'intégration européenne des systèmes de post-marché devrait situer la question des risques opérationnels et systémiques au cœur de ses préoccupations.

Le risque de contagion de la crise au-delà du marché du « subprime »

Le premier secteur en risque est celui du financement des entreprises, en particulier celui des acquisitions. La période 2005-premier semestre 2007 a été marquée par la montée en force des opérations de rachat sous forme de LBO, caractérisées par une hausse des leviers d'endettement et des prix d'acquisition, ainsi que par une réduction significative des clauses de protection des créanciers, permise par la capacité du marché à absorber les opérations à travers des véhicules de titrisation de type CLOs. Les nouvelles conditions de marché pourraient rendre difficile le refinancement des dettes à terme, sur des hypothèses :

- de moindre rentabilité des entreprises cibles, dans un contexte de croissance économique ralentie et de fragilisation du passif de leurs fonds de pension, en cas de baisse prolongée des taux d'intérêt ;
- d'incertitude sur l'évaluation des risques de défaut des véhicules de titrisation et de volatilité de leur notation en lien avec des révisions de méthodologie par les agences ;
- de rejet, peut-être durable, des produits de financement structuré par les investisseurs ;
- ou de manque de robustesse des procédures juridiques de faillite face à un défaut dans un tel environnement.

Le deuxième secteur en risque est celui des dérivés de crédit. Le développement de la titrisation au cours de ces dernières années, y compris depuis le blocage du marché primaire au second semestre 2007, n'a été rendu possible que par un recours massif par les banques aux techniques dérivées d'assurance crédit (Credit Default Swap - CDS). Malgré les tensions récentes sur les primes de risque, ces instruments largement adossés aux services de contrepartie offerts par les assureurs *monoline* et les *hedge funds*, ont en effet assuré la fluidité secondaire des risques de crédit entre acteurs du marché. Les abaissements de notation dont ont été victimes les assureurs *monoline* au début 2008, une hausse des défauts, en lien avec la détérioration du climat conjoncturel, ou l'affaiblissement de certains fonds alternatifs, pourraient constituer un test de robustesse en grandeur réelle de ce marché et des engagements juridiques d'assurance crédit qui le sous-tendent.

Les risques pour la valorisation des actifs du fait d'un manque de liquidité et de profondeur de certains marchés

La crise des *subprime* a révélé des déficiences dans les mécanismes de formation des prix sur le marché secondaire de certains actifs. Le nombre insuffisant et le manque de transparence des transactions sur le marché secondaire a rendu difficile l'établissement d'un juste prix susceptible de fournir une base fiable pour la valorisation des portefeuilles. Les quelques instruments utilisables comme références de prix sont le plus souvent des produits indiciaires dérivés, dont la représentativité et la fiabilité sont difficiles à apprécier. Par ailleurs, l'absence de liquidité du marché est allée de pair avec une concentration du nombre d'acteurs, les banques d'investissement et les *hedge funds* semblant représenter désormais l'essentiel des intervenants, du moins sur les tranches les plus risquées, renforçant d'autant le risque d'emprise ou de manipulation des cours sur les segments les plus sensibles.

Le risque de défaillance opérationnelle des systèmes post-marché sur les marchés de gré à gré

Les marchés dérivés de gré à gré ont connu une croissance extrêmement rapide au cours de ces dernières années, en lien avec l'évolution des modes de gestion alternative et l'arrivée de nouveaux instruments financiers, comme les dérivés de crédit. Le développement sécurisé de ces marchés pourrait être altéré par des problèmes opérationnels significatifs et des défauts de fonctionnement de leurs systèmes post-marché, sources de risque systémique pour les opérateurs, ou s'ils se révélaient peu efficaces du point de vue de la surveillance de l'intégrité des marchés pour les régulateurs.

Le risque de dévoiement de la gouvernance des entreprises cotées et de manque de transparence des opérations de prise de contrôle

La montée en puissance de certaines techniques de négociation ou de prises de participation actionnariale suscite nombre d'interrogations quant à ses conséquences potentielles sur le fonctionnement des marchés en général et sur celui des entreprises cotées en particulier. Au regard des opportunités de marché qu'offre la volatilité actuelle des cours et du développement de nouveaux types d'acteurs dont les véhicules d'investissement sont immatriculés dans des juridictions offshore peu transparentes, la vigilance s'impose sur plusieurs risques :

- le risque de manipulation des cours, fondée sur la circulation de rumeurs, parallèlement à des prises de position ou des arbitrages sur les différentes catégories de titres d'une société ;
- le risque de prise de contrôle rampante suite à dissimulation de franchissement de seuil ou d'action concertée, par différentes techniques de portage ;
- le risque de dévoiement de l'activisme actionnarial, à travers l'utilisation de méthodes opaques vis-à-vis des autres actionnaires et du marché, comme l'usage détourné du prêt-emprunt de titres, qui permet de dissocier en période d'assemblée générale le droit de vote de l'intérêt économique qui y est attaché ;
- le risque de délit d'initié dans le cadre d'opérations financières, en particulier certaines opérations de rachat d'entreprises, qui impliquent un nombre important d'acteurs dans des négociations longues et délicates et sont propices à la transmission d'informations privilégiées.

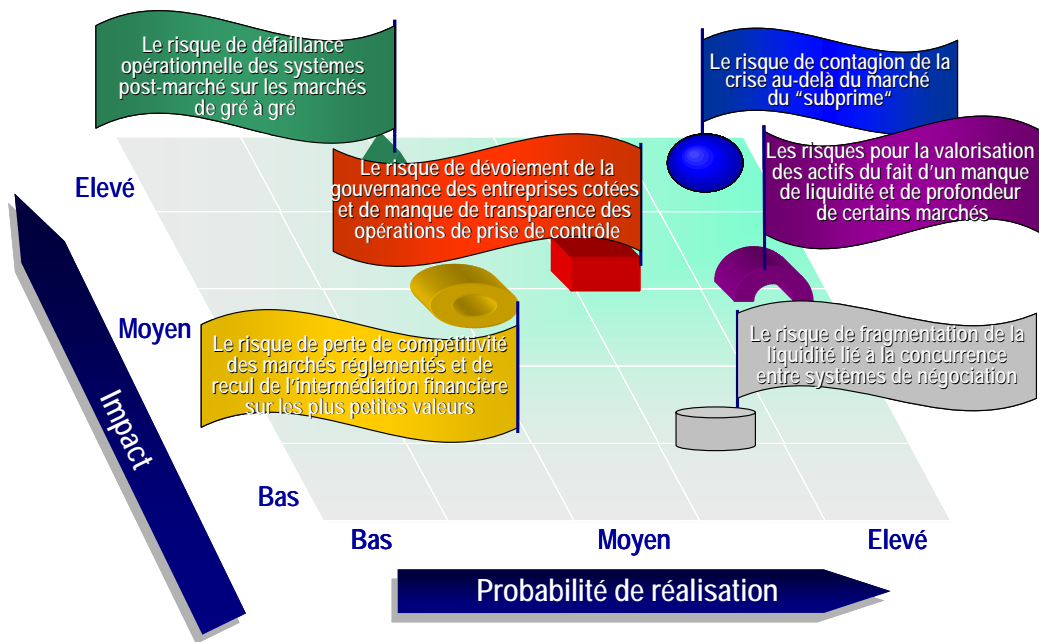
Le risque de fragmentation de la liquidité liée à la concurrence entre systèmes de négociation

L'entrée en vigueur en Europe de la directive MIF a favorisé la concurrence dans le domaine de la négociation d'actions, mettant en particulier un terme à l'obligation de concentration des ordres en bourse. La concurrence de nouveaux services d'exécution, offerts par des *Alternative Trading Systems* ou par les courtiers eux-mêmes susceptibles d'"internaliser" les ordres, reste à ce stade limitée, un certain nombre d'initiatives annoncées n'étant pas encore pleinement opérationnelles, comme celles de Nasdaq-OMX ou d'un consortium de sept banques d'investissement dénommé Turquoise. Il reste donc à évaluer, en fonction des options stratégiques retenues par chacun des acteurs en présence, dans quelle mesure la multiplication des lieux d'exécution des transactions en bourse se traduira par une fragmentation éventuelle de la liquidité sur certaines catégories de titres.

Le risque de perte de compétitivité des marchés réglementés et de recul de l'intermédiation financière sur les plus petites valeurs

Les marchés d'actions européens ont été marqués en 2007 par la montée en puissance des plateformes de cotation organisées mais non réglementées, à l'image de l'AIM au Royaume Uni ou d'Alternext en France. A l'opposé, l'érosion des cotes des marchés réglementés s'est poursuivie, dans un contexte de renforcement des dispositifs réglementaires consécutif à la transposition des directives du Plan d'action européen pour les services financiers. Les marchés réglementés ont semblé davantage attirer des structures de gestion collective, de type fonds alternatifs ou holdings diversifiées, que des entreprises elles-mêmes. Ces évolutions incitent à souligner le risque de perte de transparence et de sécurité globale des marchés ainsi reconfigurés. Par ailleurs, l'offre d'intermédiation financière sur les petites capitalisations tend à se réduire dans certains pays, faisant courir le risque d'un appauvrissement de la liquidité pour les entreprises petites et moyennes cotées, faute d'un suivi et d'une animation suffisantes.

**SYNTHÈSE DES RISQUES
POUR LES INTERMEDIAIRES, LES SOCIETES COTEES ET
LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS**



L'identification des risques mentionnés conduit à formuler un certain nombre de pistes d'action pour le régulateur :

- le risque de contagion de la crise amène à renforcer les travaux internationaux sur la transparence des marchés primaire et secondaire des instruments de crédit et l'activité de ses acteurs, en particulier les agences de notation ;
- les risques pour la valorisation des actifs sur les marchés illiquides invitent à renforcer la surveillance des opérations de marché, à vérifier le respect chez les intermédiaires des règles de déontologie et de prévention des conflits d'intérêt, et enfin à analyser la qualité des indicateurs de prix utilisés comme référence par l'ensemble des intervenants ;
- le risque de défaillance opérationnelle sur les marchés de gré à gré invite à relancer les travaux entrepris au niveau européen sur les infrastructures de post-marché, en collaboration avec la Banque centrale européenne ;
- les risques d'abus de marché et de dévoiement de l'activisme actionnarial conduisent à renforcer les investigations dans les marchés, notamment à travers un dialogue international sur la question délicate des places off-shore, et à suivre les pratiques de gouvernement d'entreprise et en particulier le fonctionnement des assemblées générales ;
- les risques de fragmentation de la liquidité appellent la mise en place d'indicateurs statistiques spécifiques de suivi des transactions, afin d'observer le jeu des règles de bonne exécution et la place occupée par les nouvelles plateformes de négociation ;
- le risque de perte de compétitivité appelle une poursuite des travaux accomplis en vue de renforcer l'attrait de la cotation pour les entreprises, en particulier petites et moyennes ou étrangères à l'Union Européenne.

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

En 2006 et 2007, le patrimoine des ménages français est resté majoritairement dominé par les produits d'assurance vie et l'épargne bancaire traditionnelle, ces deux types de placements totalisant en effet plus de 80 % du total de leurs actifs financiers. Les ménages français occupent ainsi une position intermédiaire entre d'un côté, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, où la proportion des placements à destination de l'assurance vie et des fonds de pension dans le total du patrimoine financier est prédominante, et de l'autre l'Espagne et, dans une moindre mesure l'Allemagne et l'Italie, où les ménages consacrent une part significative de leur patrimoine financier aux placements bancaires traditionnels.

Tandis que la part des actions cotées détenues de façon directe par les ménages demeure à un niveau très bas (moins de 6 % de leur patrimoine financier), les situant de fait en queue du peloton européen, la détention globale d'actions appréhendée au travers de l'ensemble des canaux d'investissement s'est renforcée de façon notable depuis 2002, atteignant ainsi près de 18 % à fin décembre 2006. La détention indirecte d'actions a notamment progressé avec la commercialisation des contrats d'assurance vie en unités de compte, mais toutes les formes d'intermédiation conduisent à ce développement. De façon plus générale, la répartition des actifs financiers des ménages français par niveau de risque montre que leur portefeuille est globalement très faiblement risqué, puisqu'à fin 2006, 75 % de leurs placements ne comportaient aucun risque en capital.

La crise du marché de la titrisation a eu des effets significatifs sur le marché de la gestion collective. Elle a touché en premier lieu les fonds investissant dans des produits structurés de ce type, à l'image des OPCVM qualifiés de "monétaires dynamiques". Mais son caractère généralisé a pénalisé l'ensemble des segments de la gestion collective, les OPCVM domiciliés en France enregistrant globalement une décollecte sur l'ensemble de l'année. Un tel mouvement a été observé dans les principaux pays européens de domiciliation de fonds de gestion collective en Europe. Au delà des évolutions de court terme, divers facteurs sont de nature à soutenir l'activité dans le domaine de la gestion d'actifs. Certains fonds non harmonisés, notamment institutionnels et alternatifs, semblent en particulier avoir bien résisté au contexte de crise. Plus généralement, les fonds susceptibles de fournir des opportunités de diversification par rapport aux classes d'actifs traditionnelles (hedge funds, fonds de capital investissement, immobilier ou encore matières premières) devraient contribuer au développement de l'industrie de la gestion d'actifs.

En matière de gestion collective, l'innovation se traduit par une multipolarisation de l'offre autour des produits de gestion passive, souvent cotés, et de produits innovants, potentiellement très divers et généralement plus coûteux. Le développement de ce dernier type de produits est favorisé par l'assouplissement du cadre réglementaire européen, qui autorise plus largement la mise en œuvre de stratégies alternatives.

L'industrie de la gestion collective, au-delà du contexte de crise, devrait rester profitable et semble globalement préparée à faire face aux défis du progrès technique et de l'intégration européenne. Face à la diversification et la multiplication de l'offre de fonds de gestion collective, la difficulté majeure semble désormais résider dans leur commercialisation. Ces développements sont par ailleurs propices à revisiter –au-delà des différences d'enveloppes juridiques que peuvent revêtir les produits– les conditions d'exercice de la concurrence entre promoteurs, dans un contexte où des écarts de tarification non négligeables entre fonds pourtant similaires peuvent encore subsister.

Le risque d'une allocation inefficace des portefeuilles des ménages

La répartition des actifs financiers des ménages français par niveau de risque montre que leur portefeuille demeure dans sa globalité très faiblement exposé aux marchés, puisqu'à fin 2006, 75 % de leurs placements ne comportaient aucun risque en capital. Du point de vue de la protection de l'épargnant, ce résultat pourrait apparaître rassurant. Néanmoins, il souligne aussi clairement l'insuffisante diversification des placements des ménages ainsi qu'une probable inadaptation aux horizons de placement (perte de rendement pour les placements à horizon long de préparation à la retraite...). Cette situation s'explique en partie par des paramètres fiscaux et aussi vraisemblablement par un niveau élevé d'aversion psychologique pour le risque et pour la perte. La tendance fortement procyclique des investissements des ménages en actions demeure par ailleurs prégnante, comme le suggère la hausse de la collecte sur les contrats d'assurance vie en unités de compte depuis le point bas de 2004, en lien avec la reprise des marchés boursiers. Il en découle un risque d'inadéquation systématique des comportements de placement par rapport aux conditions de marché, l'investissement en actifs risqués s'effectuant au moment où les perspectives de rendement sont a priori les plus faibles.

Le risque de mauvaise commercialisation et de faible lisibilité de certains produits

L'innovation financière et la complexité croissante de certains produits d'épargne rendent souvent difficile la compréhension de leur fonctionnement. L'évolution au niveau européen de la nature des actifs éligibles aux fonds coordonnés, depuis la révision de la directive UCITS, a permis au grand public de bénéficier de stratégies de gestion avancées, notamment en cas de forte volatilité ou de retournement de marché. Mais les techniques utilisées ont engendré une difficulté accrue d'harmonisation en Europe des normes de transparence sur l'ensemble des produits proposés. Ceci a pour conséquence un risque de mauvaise appréciation de leur couple particulier de rendement/risque par les épargnants, si la promotion commerciale n'est pas systématiquement accompagnée d'un conseil adapté au besoin du client.

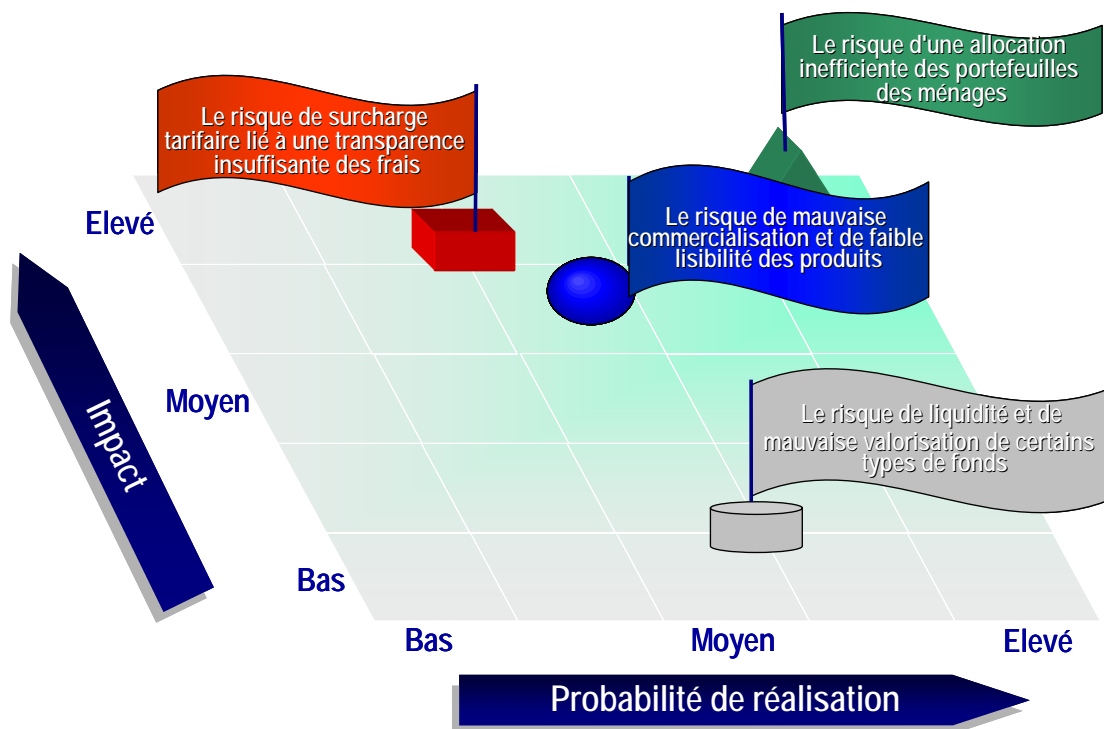
Le risque de surcharge tarifaire lié à une transparence insuffisante des frais

La dégradation des rendements sur l'ensemble des marchés financiers en 2007 pose avec une plus grande acuité la question des frais facturés sur les produits financiers. Un certain nombre d'évolutions sont susceptibles de nuire à la transparence de l'information, à commencer par la complexité des produits, mettant en jeu par exemple des techniques dérivées pour leur donner une exposition au marché au-delà de leur couverture en capital. Ces techniques exigent un nombre croissant d'intervenants, conduisant à un allongement de la chaîne d'intermédiation et à des marges sur transaction difficiles à quantifier. D'autre part, la multiplication d'enveloppes fiscales et juridiques concurrentes pour structurer et vendre un même produit au plan économique peut rendre difficile la juste appréciation des frais et de leur impact sur la performance future des produits.

Le risque de liquidité et de mauvaise valorisation de certains types de fonds

Des questions afférentes à la gestion du passif des OPCVM ont resurgi à l'occasion de la crise des *subprimes*. Un certain nombre de fonds, qualifiés de monétaires dynamiques, ont connu des problèmes de liquidité en raison de leur exposition à des produits structurés. Ces évolutions soulèvent des questions sur la bonne appréciation par les investisseurs des risques de valorisation ou de limitation des rachats sur des fonds investis en actifs par nature plus illiquides, comme le capital investissement, les fonds alternatifs, les valeurs de faible capitalisation, ou encore l'immobilier, qui ont tous connu un développement significatif au cours des dernières années.

SYNTHÈSE DES TENDANCES ET DES RISQUES POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS



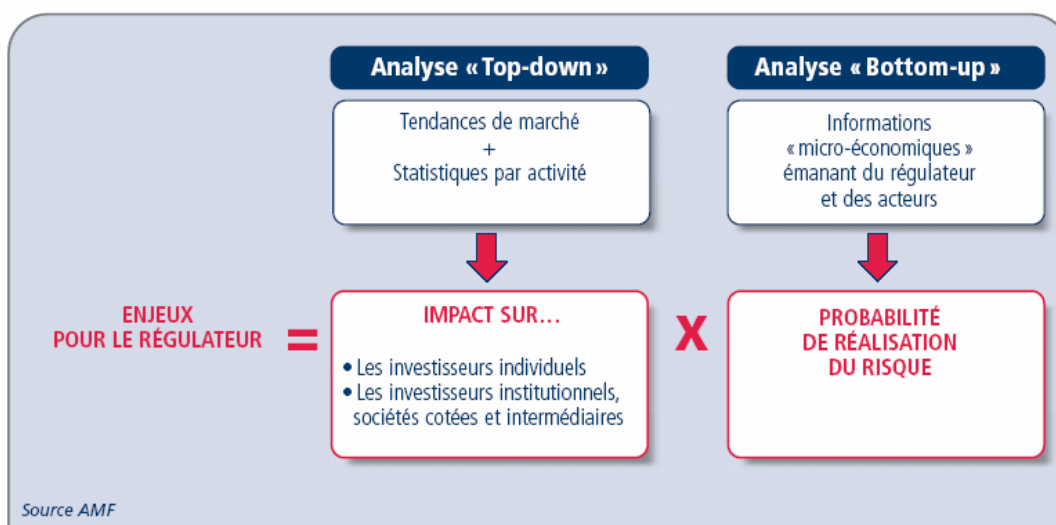
L'identification des risques précédents conduit à formuler un certain nombre de pistes d'action pour le régulateur :

- les risques de mauvaise allocation d'actifs invitent à renforcer les efforts en matière de conseil et d'éducation financière, à l'image des initiatives déjà prises dans ce domaine avec la création de l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP) ;
- les risques de commercialisation inappropriée et de surcharge tarifaire invitent à poursuivre les efforts pour améliorer l'information donnée au public au moment de l'acquisition d'un produit financier. En particulier, les travaux européens de simplification du prospectus des fonds doivent permettre une réflexion sur l'élaboration d'indicateurs plus satisfaisants et compréhensibles par un large public des caractéristiques de rendement et de risque des produits financiers, en lien avec l'horizon de placement ;
- le risque de liquidité et de mauvaise valorisation de certains types de fonds de gestion collective appelle une réflexion sur l'adaptation des contraintes de passif à la politique d'investissement, lorsque celle-ci inclut des actifs complexes ou peu liquides.

Introduction

L'analyse des tendances de court et de moyen terme menée dans le cadre de l'exercice 2007 de la cartographie des risques a conduit à identifier et à hiérarchiser un certain nombre de risques pesant sur la sphère financière et ses principaux acteurs. La méthodologie retenue a consisté à analyser, pour chaque grand domaine retenu, 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. Chaque risque identifié a été classé en fonction de sa probabilité de réalisation et de son impact potentiel sur les marchés considérés et leurs différents acteurs.

Méthode de hiérarchisation des risques par le régulateur de marché



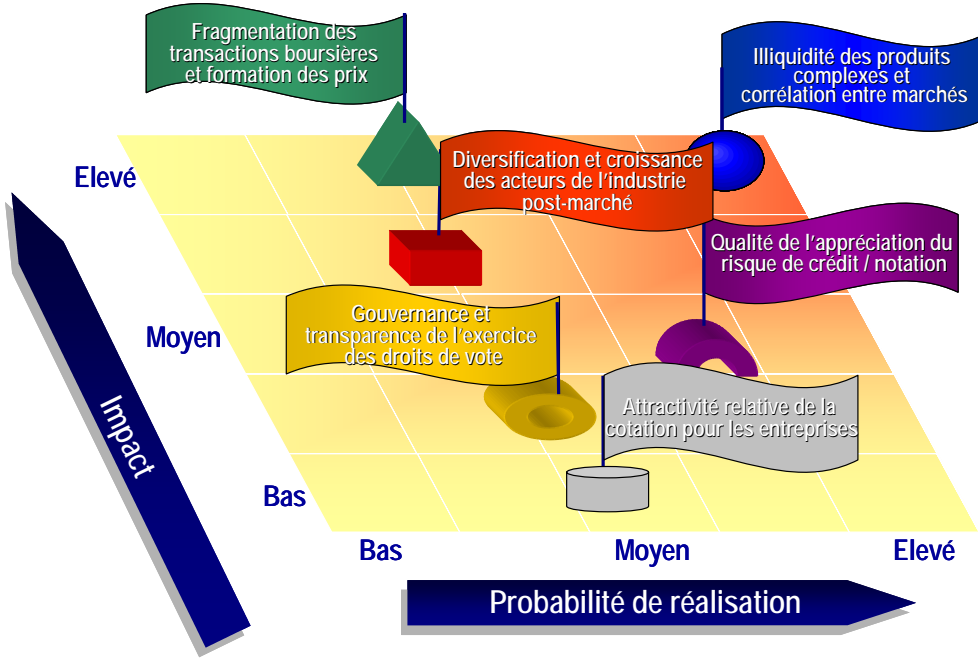
Conformément à l'esprit ayant présidé à la mise en place de cet exercice de suivi des risques, plusieurs chantiers ont été ouverts par l'AMF, au plan domestique ou plus largement dans le cadre de sa participation aux travaux menés à l'échelle européenne ou internationale, afin de diminuer la probabilité d'occurrence de ces risques et l'ampleur de leur impact potentiel. Les principaux domaines d'action sur la base des risques identifiés dans le cadre de l'exercice 2007 de cartographie ont été globalement au nombre de cinq :

- le rôle des agences de notation et les problèmes de transparence et de liquidité du marché des produits complexes de financement structuré ont constitué un premier axe de travail important. Au-delà des analyses faites dans le cadre du rapport annuel de l'AMF sur les agences de notation, ce thème a fait l'objet de développements spécifiques, en particulier dans le cadre d'une étude consacrée à la notation des véhicules de titrisation des dettes hypothécaires *subprime* aux Etats-Unis². L'ensemble de ces contributions a permis à l'AMF de faire utilement entendre sa voix dans les instances internationales, que ce soit dans le cadre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), qui rendra très prochainement un rapport sur les agences de notation, ou dans le cadre des débats menés au sein du Forum de la stabilité financière au sujet des problèmes de transparence et de valorisation des produits complexes ;

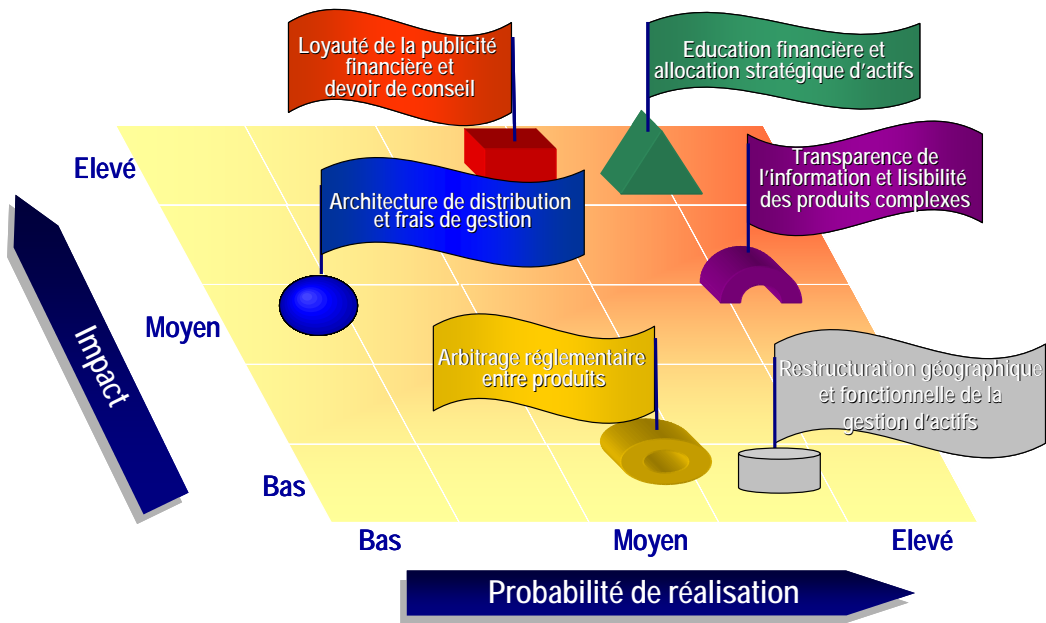
² Cette étude (« une analyse de la notation sur le marché des RMBS *subprime* »), publiée en janvier 2008, présente une analyse détaillée du comportement des agences de notation à l'égard des RMBS *subprime* au cours de l'année 2007. Elle souligne dans un premier temps que les dégradations de notations se sont opérées avec retard par rapport à la détérioration du marché immobilier américain. Elle montre par ailleurs que les dégradations ont été concentrées dans un laps de temps très court, qu'elles ont concerné un nombre de tranches important, et qu'elles ont été de grande ampleur.

RAPPEL DE LA SYNTHÈSE DES RISQUES PUBLIÉE EN JANVIER 2007 :

POUR LES MARCHÉS DE GROS



POUR LES MARCHÉS DE L'ÉPARGNE INDIVIDUELLE ET COLLECTIVE



- la question de l'évolution des infrastructures de marché et des défis posés par la transposition de la directive MIF au niveau européen, en particulier *via* l'introduction d'une concurrence entre les différents systèmes ou lieux de négociation, a constitué un autre thème de réflexion majeur du régulateur. A défaut de pouvoir mener des analyses factuelles sur des évolutions qui n'en sont encore qu'à leur début, un premier effort a été fait pour recenser et organiser l'ensemble des questions soulevées par ces possibles évolutions et pour élaborer des indicateurs statistiques pertinents de suivi du marché, dont les contours sont en cours de redéfinition³. A cet égard, le colloque annuel du conseil scientifique, organisé en 2007 conjointement avec la Securities and Exchange Commission et consacré à la structure et à la régulation des marchés financiers, a permis d'enrichir la vision européenne des expériences vécues outre-Atlantique. Enfin, au plan européen, l'AMF participe activement, au sein du CESR (Committee of European Securities Regulators), aux réflexions portant sur l'évolution des infrastructures de post-marché, en collaboration avec la Banque centrale européenne ;

- lors de l'exercice précédent, la partie consacrée aux modes de financement et à la gouvernance des entreprises cotées avait soulevé la question de la tendance à l'érosion des cotes des principaux marchés d'actions européens et le risque d'un activisme actionnarial dénaturé, en lien avec le développement de certaines formes d'investissement alternatif. Ces deux problématiques ont chacune donné lieu à la constitution d'un groupe de travail de l'AMF. Le premier, créé en avril 2007 en collaboration avec Middlednext⁴, a proposé des aménagements aux obligations d'information financière pesant sur les moyennes et petites valeurs (VaMPs), qui après consultation publique, ont été repris à son compte par l'AMF sous forme de deux guides adaptés aux VaMPs pour l'élaboration de leur document de référence et de leur rapport sur le contrôle interne. Le second groupe de travail a été consacré aux opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires. Son rapport, publié en janvier 2008, avance un certain nombre de pistes pour limiter les effets négatifs de l'usage des opérations de prêt emprunt comme mode d'influence sur le gouvernement des entreprises. Ces pistes vont du renforcement de la transparence des opérations de cession temporaire au regard de l'ensemble des actionnaires et du management de l'entreprise, à la privation automatique des droits de vote attachés aux titres temporairement détenus ;

- les risques de mauvaise allocation des patrimoines financiers des ménages et ceux liés à une information imparfaite et insuffisante sur la nature des produits financiers, soulevés dans le cadre de l'exercice 2007 de la cartographie des risques, ont conduit à l'ouverture d'un certain nombre de chantiers. D'une part, un partenariat avec le monde universitaire a été mis en place en vue de mieux cerner les déterminants des comportements de placement des investisseurs particuliers⁵. Ce chantier, ouvert parallèlement au soutien que l'AMF apporte par ailleurs à l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP), prend une importance toute particulière dans le contexte de la directive MIF,

³ A cet égard, on peut citer l'étude « *Stratégies des marchés d'actions : panorama, enjeux et perspectives* » publiée en décembre 2007 dans la *Lettre Economique et Financière de l'AMF*.

⁴ Association professionnelle représentant les valeurs moyennes cotées en France.

⁵ Ce partenariat s'est traduit par la publication en mai 2007 d'un *Cahier scientifique* intitulé « *Comment les épargnants français intègrent-ils le paramètre temps dans la gestion de leur portefeuille ?* ».

qui met en exergue de nouvelles obligations pour les distributeurs de produits d'épargne, en matière de compréhension des besoins des épargnants et de devoir de conseil. D'autre part, dans le cadre de l'entrée en vigueur de cette directive, l'AMF a réalisé un diagnostic portant sur les pratiques en vigueur en matière de publicité des produits financiers et a relancé ses contrôles en ce domaine. Enfin, l'AMF a présidé un groupe de travail du CESR consacré à la simplification et à la clarification du prospectus des OPCVM vendus au grand public en Europe ;

- pour ce qui concerne plus précisément l'industrie de la gestion collective, l'identification du risque d'arbitrage réglementaire entre produits relevant de juridictions différentes (gestion collective, produits bancaires et d'assurance) a trouvé écho dans les réflexions menées par l'AMF au niveau domestique et européen, notamment à travers sa participation aux travaux de la Commission européenne consacrés aux « substitute products » et à la nécessaire harmonisation des législations sectorielles. Les défis posés par l'organisation géographique et fonctionnelle des activités, tant en termes de compétitivité de la place financière domestique qu'en termes de protection des investisseurs, a enfin inspiré le lancement d'une étude conduite par une équipe de chercheurs de l'université de Paris-X Nanterre, portant sur les déterminants de la localisation des activités de gestion alternative.

Le rapport sur les risques 2008 reprend la même méthodologie que l'an dernier et porte sur les mêmes grands domaines d'activité. Il est cependant scindé cette année en trois grandes parties. La première d'entre elles présente une vue d'ensemble de l'environnement financier en 2007, largement consacrée à la crise financière. La deuxième s'intéresse aux évolutions sur les marchés financiers de gros, tandis que la dernière partie traite des grandes tendances à l'oeuvre au cours de l'année passée pour ce qui concerne l'épargne des investisseurs particuliers et la gestion collective. Chacune de ces deux parties s'achève par l'identification des principaux risques dans leurs domaines respectifs et l'esquisse de pistes de réflexion et d'action qui ont alimenté le programme de travail de l'AMF sur les deux prochaines années⁶.

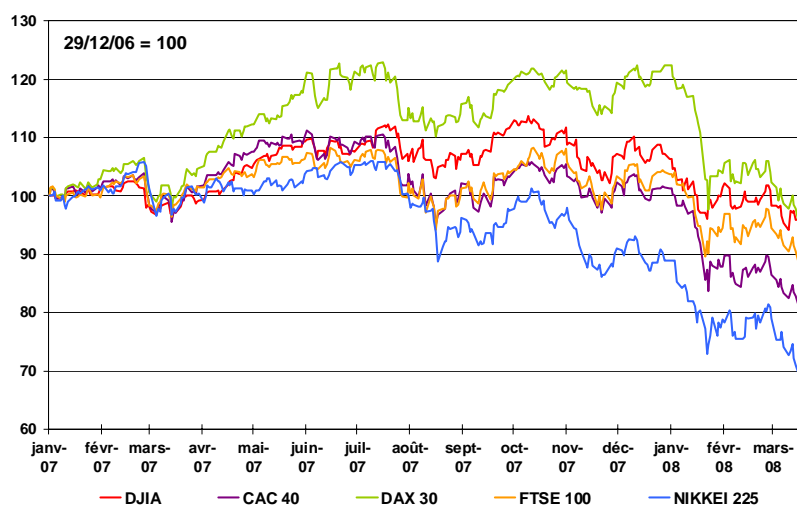
⁶ Confère le document à paraître prochainement « Meilleure régulation : le premier bilan. Programme de travail de l'AMF 2008/2009 », Autorité des marchés financiers.

L'ENVIRONNEMENT GLOBAL :
UNE ANNÉE 2007 MARQUÉE PAR LA CRISE FINANCIÈRE

L'année 2007 s'est présentée sur le plan financier comme la succession de deux périodes à la physionomie radicalement différente.

Le premier semestre a été caractérisé par une bonne tenue des marchés d'actions, dopés par une croissance économique qui demeure dans l'ensemble soutenue dans les principales zones, une excellente rentabilité des entreprises et enfin une envolée des opérations de fusions-acquisitions. Malgré un trou d'air en mars, suscité par de premières mauvaises nouvelles en provenance du marché immobilier américain et des craintes d'un retournement des marchés d'actions chinois, les indices se sont appréciés ainsi sensiblement au cours des six premiers mois de l'année. En Europe, le CAC40 a progressé de 9,3% et le DJ Euro STOXX 50 de 9,0%. Aux Etats-Unis, le S&P500 a augmenté de 6,0% au cours de la même période.

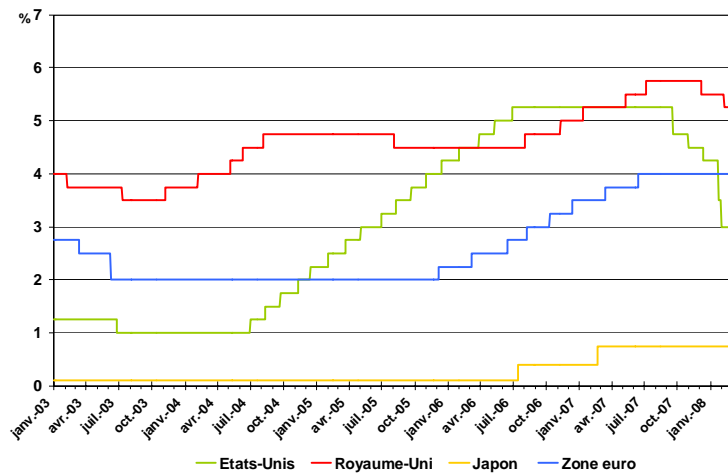
Graphique 1 : Evolution des principaux indices boursiers



Source : Thomson Financial

La croissance économique sous-jacente à la progression des marchés d'actions, conjuguée à une hausse de l'inflation, ont influé sur l'orientation des politiques monétaires et l'évolution des marchés obligataires. Aux Etats-Unis, où l'économie se situait en haut de cycle, la Réserve fédérale américaine a maintenu inchangé son taux directeur au niveau de 5,25 %, après une longue succession de resserrements monétaires intervenus entre l'été 2004 et la mi-2006 (graphique 2). Dans la zone euro, la Banque centrale européenne a poursuivi le mouvement de hausse de ses taux directeurs, commencé beaucoup plus tardivement et de façon moins intense que son homologue outre-Atlantique. Le principal taux de refinancement de la BCE atteint ainsi 4 % au mois de juin, soit 50 points de base en plus de son niveau de début d'année.

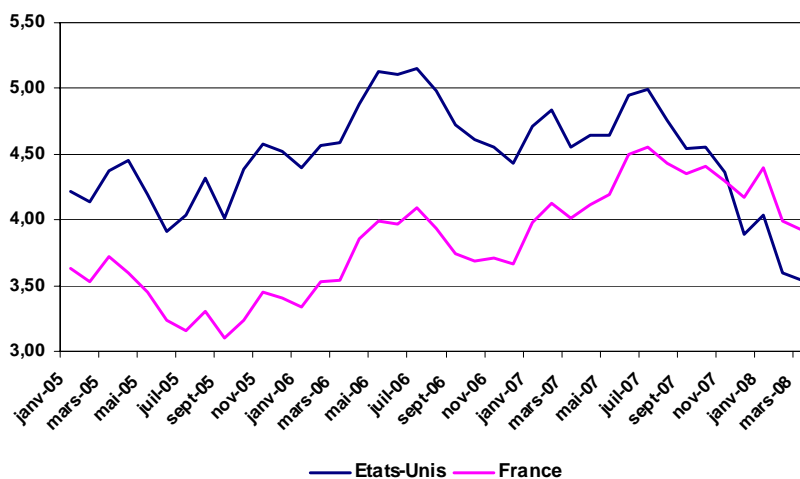
Graphique 2 : Politiques monétaires : principaux taux directeurs



Source : Datastream

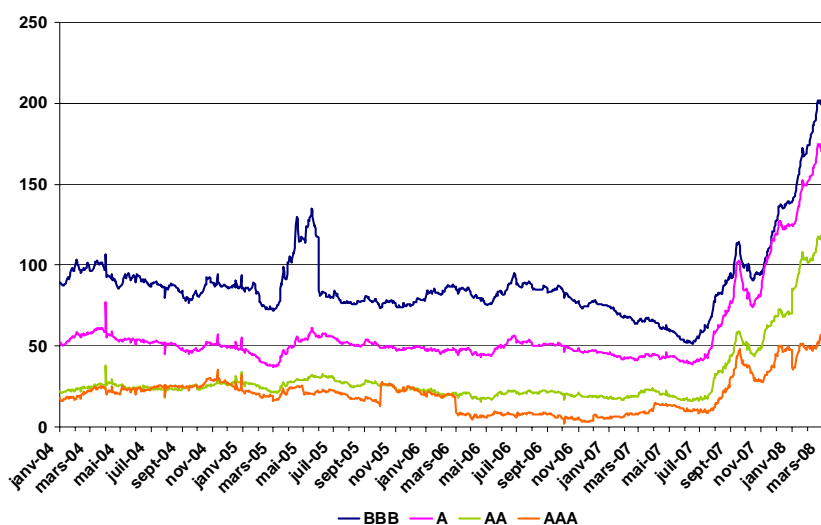
Les marchés obligataires ont évolué en phase avec l'orientation des conjonctures et des politiques monétaires. Les taux d'intérêt à long terme sur emprunts d'Etat se sont ainsi sensiblement tendus dans le courant du premier semestre (graphique 3). C'est en particulier le cas dans la zone euro, sous l'influence de la remontée des taux d'intérêt à court terme et des pressions inflationnistes. Le marché des emprunts *corporate* a quant à lui tiré profit de la bonne orientation des profits des sociétés et du maintien de taux de défaut à des niveaux historiquement faibles. Les *spreads* sur les signatures BBB se sont ainsi détendus sensiblement, l'indice Iboxx sur ce type de signature atteignant ainsi un point bas, à environ 53 points de base seulement (graphique 4).

Graphique 3 - Taux d'intérêt sur emprunts d'Etat à 10 ans (%)



Source : Datastream

Graphique 4 : Indice Iboxx des Spreads de crédit en Europe



Source : Datastream

Le deuxième semestre a été marqué par une crise financière de grande ampleur.

1) La crise financière s'est déclenchée au printemps 2007 et s'est accélérée pendant l'été

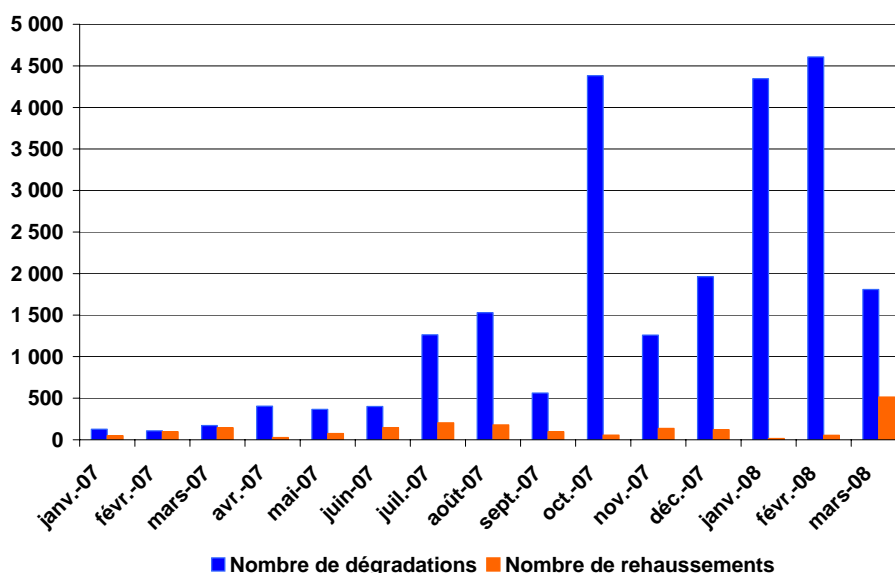
La seconde partie de l'année 2007 est synonyme de changement très important de l'environnement financier, avec l'éclatement de la crise des prêts *subprime*. Une distribution mal maîtrisée de crédits hypothécaires aux Etats-Unis s'est brusquement traduite, *via* des mécanismes complexes de propagation, en crise de liquidité internationale. L'ensemble des compartiments des marchés financiers ont alors été affectés, même si ce fut à des degrés divers.

L'origine de la crise financière se trouve aux Etats-Unis, où sont massivement distribués des crédits hypothécaires à taux variable à des ménages présentant un historique de crédit ou une situation financière fragiles, et uniquement sur la base de la valeur des actifs. La remontée des taux directeurs de la Réserve fédérale depuis 2004 s'est traduite mécaniquement par un relèvement brutal des mensualités de paiement, d'autant que le recul des prix des actifs immobiliers à partir de mi-2006 a empêché les ménages de négocier des refinancements à des conditions avantageuses. Il a résulté de cette combinaison de facteurs une dégradation très marquée de la qualité du crédit et une hausse des taux de défaut à partir du second semestre 2005. Cette dégradation, au départ localisée aux Etats-Unis, s'est ensuite propagée à l'ensemble des marchés financiers, au travers de mécanismes de diffusion complexes.

Le premier élément de la chaîne se situe dans le mode de refinancement des établissements « originateurs » de crédits *subprime*. Ces établissements ont recouru pour une très large part à la titrisation, qui conduit à transférer les prêts attribués à des véhicules ad hoc, lesquels financent cette acquisition par l'émission de titres, les RMBS (*Residential Mortgage-Backed Securities*). Ces derniers se trouvent disséminés auprès d'une large communauté d'investisseurs, localisés partout à l'échelle mondiale. Mais la diffusion de la dette hypothécaire *subprime* ne s'arrête pas à ce processus de titrisation primaire. De nombreux titres de type RMBS se trouvent à leur tour inclus dans des véhicules de titrisation secondaire, de type CDO (*Collateralised Debt Obligations*) et SIV (*Structured Investment Vehicles*).

Les produits financiers issus de la titrisation des crédits *subprime* ont été logiquement les instruments les plus affectés par la mauvaise orientation des indicateurs en provenance du marché immobilier américain. Après un premier recul en février et durant le printemps 2007, leur prix a très fortement reculé à partir de l'été, comme en atteste l'évolution des indices sur les marchés de dérivés de crédit. Le changement de comportement des agences de notation au second semestre 2007 semble avoir eu un rôle déterminant en la matière. La brutale réévaluation à la hausse des prévisions de taux de défaut sur les actifs sous-jacents, combinée à une révision des méthodologies de notation, a conduit les principales agences de notation à dégrader massivement à partir du mois de juin 2007 la notation de nombreuses tranches de RMBS *subprime*, puis de CDO à partir du mois d'octobre, quelle que soit d'ailleurs leur position initiale sur l'échelle de notation (graphique 5). Dans un mouvement de contagion, les primes de risque sur les marchés de la dette *corporate* (au comptant et plus encore de dérivés) ont également été fortement réévaluées. Cette hausse subite des *spreads* de crédit sur tous les segments est intervenue au terme d'une période de très fort resserrement depuis mai 2005, particulièrement sur les obligations les moins bien notées.

Graphique 5 : Dégradations et rehaussements de notation de RMBS *subprime*



Source : Bloomberg, calcul AMF

Le brusque regain d'aversion au risque a amené les investisseurs à délaisser en partie les actifs risqués pour se reporter sur les obligations d'Etat, dans un mouvement de « flight to quality ». Il en est résulté une rupture de la tendance haussière des taux longs et le passage à une phase baissière, plus ou moins marquée selon les zones. Aux Etats-Unis, où la Réserve fédérale a enclenché à la fin de l'été un mouvement important de réduction des taux directeurs, les taux longs ont perdu environ 100 points de base entre leur point haut du début de l'été et la fin du mois de décembre. Dans la zone euro, où les perspectives en matière de politique monétaire se présentaient différemment, le mouvement a été beaucoup plus modéré, avec par exemple une baisse de l'ordre de 30 points de base des taux français. Depuis le début de l'année 2008, les taux d'intérêt à long terme ont continué à diminuer, en particulier aux Etats-Unis, où la banque centrale a procédé à de nouvelles baisses de ses taux directeurs. Cette tendance a également été observée en Europe, mais de façon moins marquée.

2) La crise a révélé l'exposition très forte des banques et provoqué une rapide réintermédiation des risques de crédit

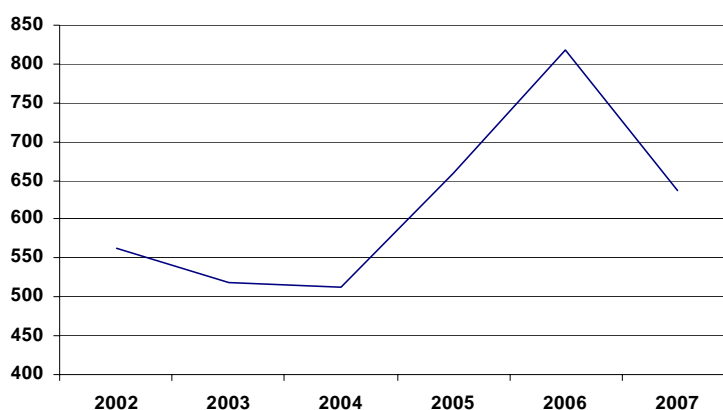
La crise financière, si elle a pour origine un problème de solvabilité des ménages américains, se transforme en crise internationale au sein de laquelle les banques sont particulièrement exposées. Cela souligne les ambivalences du processus de désintermédiation à l'œuvre jusqu'ici, caractérisé par un comportement des banques de type *originate-to-distribute* et qui a eu comme élément remarquable la réintermédiation du risque de crédit en période de crise. Plusieurs facteurs viennent expliquer cette exposition des banques. Au cours des derniers exercices, les produits titrisés les plus risqués, de type RMBS *subprime*, ne pouvaient être placés dans le marché que par le biais de structures de refinancement complexe, de type CDO, dont les tranches *junior* étaient achetées par des fonds alternatifs, les banques souscrivant massivement aux tranches *senior* de ces mêmes CDOs. Les banques d'investissement ont donc d'abord été victimes de la crise des *subprime* au travers de ces investissements, qui les ont conduites à détenir de larges portefeuilles de produits de financement structuré⁷. La dévalorisation massive de ces produits sur le marché au cours du printemps 2007 a entraîné des dépréciations d'actifs dans les bilans des banques qui, dès qu'elles ont été connues, ont engendré une remontée brusque des marges interbancaires et une pression à la baisse sur les fonds propres à partir de la fin juillet 2007.

La liquidité bancaire a ensuite été éprouvée par l'existence de garanties, inscrites dans les hors-bilan, accordées par les banques aux conduits ABCP et SIV qu'elles avaient mis en place. Lorsque ces véhicules se sont trouvés dans l'impossibilité de se refinancer sur le marché monétaire au mois d'août 2007, les banques ont dû honorer leurs engagements en procurant les apports de fonds nécessaires⁸. L'évolution de l'encours des ABCP aux Etats-Unis montre bien la rupture qu'a connu le marché pendant l'été, avec une baisse des montants en circulation de l'ordre de 175 milliards de dollars au troisième trimestre et de 79 milliards au quatrième (graphique 6). Plus généralement, les besoins en liquidités ont été exacerbés par la « fermeture » de l'ensemble des marchés de titrisation et donc par l'impossibilité pour les banques de céder au marché les dettes *corporate* accumulées à leur bilan, en particulier celles engendrées par les opérations de « *leveraged buyouts* ». Face à cette situation, les banques centrales, aux Etats-Unis et en Europe en particulier, ont été contraintes d'intervenir de manière exceptionnelle et à plusieurs reprises sur le marché monétaire, afin d'apporter aux banques les liquidités qu'elles n'arrivaient plus à obtenir des acteurs présents sur le marché et à leur permettre grâce à des opérations de réméré (« *repurchase agreements* »), de continuer à financer à court terme leurs produits de titrisation à moyen terme.

⁷ Goldman Sachs évaluait à la fin de l'année 2007 l'exposition totale des banques au risque *subprime* à environ 400 milliards de dollars, au niveau mondial. Près des deux tiers de cette exposition découleraient de la détention de véhicules de titrisation de type RMBS ou CDO ; un tiers de la détention directe de prêts *subprime* (cf. L. Pitt, 2007 « *Global Banks and Finance : Where did all the cash go ?* », Yankee FIG Conférence, New York city, décembre).

⁸ Dans certains cas, en l'absence d'engagement formel à pallier les déficiences des conduits, l'intervention des banques a été justifiée par la seule volonté de ne pas être victime d'un risque de réputation (cf. L. Clerc, 2008, « *A propos des turbulences financières* », février, Débats Economiques n°4, Banque de France).

Graphique 6 : Encours des ABCP aux Etats-Unis (milliards de dollars)

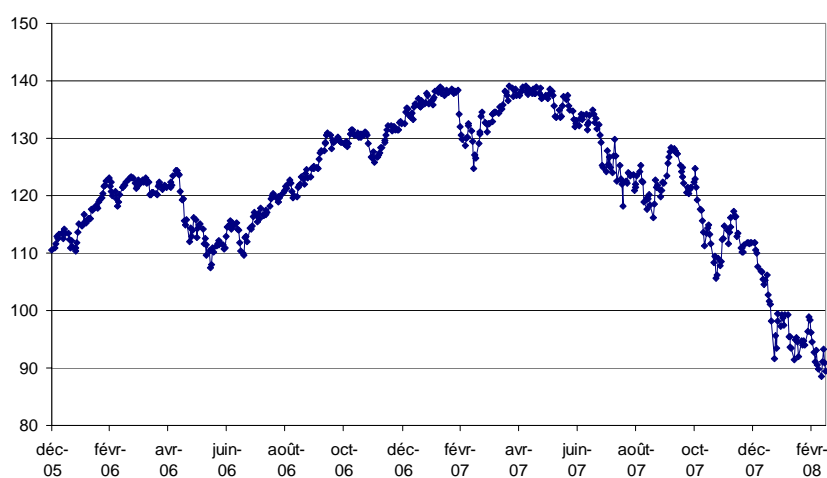


Source : Réserve fédérale

Une partie des dépréciations d'actifs a enfin été engendrée par la détérioration du risque de contrepartie des banques. En particulier, les difficultés rencontrées par les assureurs monoline et la dégradation de leur notation par les principales agences ont entraîné mécaniquement pour les banques une perte de valeur de tous les actifs assurés par ce type d'acteurs⁹.

Ces événements se sont traduits finalement par une très forte dépréciation des cours des actions des banques sur les marchés, après une période de hausse importante (graphique 7). L'indice MSCI des sociétés financières pour la zone euro a ainsi plongé de 16% entre les mois de juin et de décembre. Au delà de l'impact instantané et multi-forme de la crise sur les résultats et la profitabilité, la dégradation des cours de bourse reflète probablement également les incertitudes à plus long terme sur le *business model* de certaines banques fortement axées sur la titrisation des crédits et la structuration de produits de financement complexes.

Graphique 7 : Indice MSCI Sociétés financières zone euro
(exprimé en euros)



Source : MSCI

⁹ Les notations d'Ambac et de FGIC ont été dégradées début 2008. Avant cela, en décembre 2007, la notation d'ACA, acteur de taille moyenne, avait déjà été dégradée (cf. Agence financière de l'Ambassade de France aux Etats-Unis, 2008 : « Quelle sortie de crise pour les assureurs monoline ? », Wall Street Watch, 21 février).

3) Les marchés d'actions ont été indirectement pénalisés du fait de la chute du secteur financier

Circonscrite dans un premier temps aux marchés obligataires, la crise des *subprime* s'est rapidement propagée aux marchés d'actions, au delà des seules valeurs financières. Pour une bonne part, cette transmission a, dans un premier temps, découlé des ventes de détresse effectuées par certains acteurs soumis à un levier d'endettement important et qui ont été contraints de céder leurs actifs les plus liquides afin de répondre aux appels de marge de leurs créanciers (cf. *infra*). Entre la mi-juillet et la mi-août, les indices Dow Jones et Dax concédaient ainsi respectivement 8 et 10 %. De son côté, le CAC40 est revenu au mois d'août sous le seuil des 5300 points, retrouvant ainsi son niveau de la fin 2006, alors qu'il avoisinait encore les 6200 points un mois auparavant, soit une baisse de 14 %. Sur la dernière partie de l'année, les marchés ont évolué en dents de scie. Si l'injection immédiate et massive de liquidités par les banques centrales et la publication d'indicateurs rassurants concernant la situation de l'économie américaine ont permis un rebond des indices entre la mi-août et la fin septembre, l'incertitude concernant l'ampleur et l'impact de la crise hypothécaire, ainsi que la hausse des cours du pétrole à des niveaux records ont pesé sur les valorisations en toute fin d'année. En particulier, les craintes d'un « *credit crunch* » provoqué par des banques insuffisamment capitalisées au regard des risques effectifs portés à leur bilan ont fait naître le spectre d'un ralentissement plus profond que prévu de la croissance américaine.

Au total, les marchés d'actions aux Etats-Unis et en Europe ont affiché en 2007 des performances très hétérogènes, mais dans l'ensemble largement inférieures à celles de l'année précédente (tableau 1). En Europe, alors que l'indice MIB30 s'est replié de 6,5 %, le DAX30 a affiché une progression de 22,3 %, contre 1,3 % pour le CAC40 en France. Aux Etats-Unis, les indices S&P500 et Dow Jones ont progressé de respectivement 3,5 % et 6,4 %. Enfin, le Nikkeï a enregistré une baisse de 11,1 %. Ces performances, globalement modestes au regard des profits importants dégagés par les entreprises, ont contribué à maintenir bas les niveaux de valorisation, voire à les faire reculer, comme en témoigne l'évolution des PER aux Etats-Unis et dans la zone euro (graphique 8).

Tableau 1 : Performances des marchés d'actions

	14-03-08	Max Historique depuis 10 ans	Date	Var. depuis 31 déc. 07 (%)	2007	2006
DOW JONES INDUSTRIALS - PRICE INDEX	11 951,1	14 164,5	09/10/07	-9,9%	6,4%	16,3%
S&P 500 COMPOSITE - PRICE INDEX	1 288,1	1 565,2	09/10/07	-12,3%	3,5%	13,6%
NASDAQ COMPOSITE - PRICE INDEX	2 212,5	5 048,6	10/03/00	-16,6%	9,8%	9,5%
FRANCE CAC 40 - PRICE INDEX	4 592,2	6 922,3	04/09/00	-18,2%	1,3%	17,5%
DAX 30 PERFORMANCE - PRICE INDEX	6 451,9	8 105,7	16/07/07	-20,0%	22,3%	22,0%
FTSE 100 - PRICE INDEX	5 631,7	6 930,2	30/12/99	-12,8%	3,8%	10,7%
MILAN MIB 30 - PRICE INDEX	32 211,0	51 093,0	06/03/00	-17,2%	-6,5%	17,5%
DJ EURO STOXX 50 - PRICE INDEX	3 566,6	5 464,4	06/03/00	-18,9%	6,8%	15,1%
NIKKEI 225 STOCK AVERAGE - PRICE INDEX	12 241,6	20 833,2	12/04/00	-20,0%	-11,1%	6,9%

Source : Datastream

Graphique 8 : Price earning ratio



Source : Datastream

La situation sur les marchés d'actions s'est nettement détériorée depuis le début de l'année 2008, reflétant les craintes grandissantes des investisseurs concernant l'éventualité et surtout l'ampleur d'une récession économique alimentée par la crise de liquidité internationale. Aux Etats-Unis, le plan de relance présenté le 18 janvier par l'administration américaine pour contrer le ralentissement de l'activité économique n'a pas convaincu les investisseurs, et a même provoqué un mouvement de panique sur l'ensemble des places boursières. Dans la zone euro, la volonté affichée de la BCE de ne pas baisser ses taux directeurs en raison du regain des tensions inflationnistes a également contribué au mouvement conséquent de chute des indices boursiers. Au total, entre le 31 décembre 2007 et le 15 mars 2008, la plupart de ces indices ont enregistré des baisses comprises entre - 9,9 % pour le Dow Jones et - 20,0 % pour le DAX30 et l'indice Nikkei, le CAC 40 chutant pour sa part de 18,2 %.

4) Les phénomènes ont été accentués par le caractère déstabilisant de certains dysfonctionnements de marché

Les pertes enregistrées par l'ensemble des marchés financiers sont très larges comparativement aux facteurs sous-jacents responsables de la crise, à savoir le montant des défauts enregistrés sur les dettes hypothécaires *subprime*. Cela résulte de la mise en œuvre d'effets amplificateurs, liés à certains dysfonctionnements importants des marchés de dette :

- certains véhicules de titrisation, du fait notamment de leur complexité et de leur faible standardisation, voire dans certains cas de failles dans leur documentation juridique, ont souffert d'un défaut immédiat de liquidité sur un marché secondaire déjà peu actif voire inexistant. Les réajustements de portefeuille souhaités par les investisseurs en réaction à la dégradation du marché immobilier américain n'ont pu être réalisés dans des conditions normales de marché, faute de contrepartie acheteuse. Il en est résulté un effondrement des prix, avec les conséquences dommageables sur les bi-

lans « *marked-to-market* » des détenteurs, en particulier des banques. L'absence de liquidité a par ailleurs posé des problèmes aigus de valorisation, que les acteurs ont essayé de contourner par le recours à des indices de dérivés de crédit de type ABX, dont la représentativité et la pertinence restent à confirmer, notamment au regard des pressions spéculatives dont ils font l'objet ;

- le manque d'information sur l'étendue et la nature des risques portés par certains acteurs ou véhicules a alimenté une très forte incertitude chez les investisseurs et plus largement chez l'ensemble des parties présentes sur les marchés. Cette incertitude a par ailleurs été renforcée par le manque de transparence des transactions secondaires et des systèmes post-marché, qui a empêché d'avoir une vision d'ensemble des positions relatives sur le marché. Il en est résulté une hausse de l'aversion au risque et une crispation des comportements, notamment sur le marché interbancaire où les banques centrales ont dû intervenir à plusieurs reprises pour procéder à des injections exceptionnelles de liquidités ;
- la réaction retardée et massive des agences de notation à l'égard des véhicules de type RMBS et CDO, en lien à des changements de méthodologie de notation, a amplifié l'incertitude sur la valeur effective de ces véhicules et le niveau de risque de crédit auquel ils étaient exposés. Le marché a été surpris par la volatilité des notes, dont la faiblesse des éléments sous-jacents pouvait difficilement être anticipée par manque de transparence sur leurs paramètres détaillés. L'analyse du comportement des agences de notation montre en effet que le processus de dégradation des notations des véhicules de titrisation n'a pas été graduel, mais qu'il a été concentré sur une période de temps très courte et s'est traduit par des changements de notation souvent de grande ampleur¹⁰. De plus, l'essentiel des dégradations se sont concentrées sur des véhicules qui avaient été émis récemment sur le marché (millésimes 2005 et surtout 2006), au moment où des signes de tension sur le marché immobilier américain étaient manifestement déjà perceptibles ;
- enfin, la dynamique baissière observée sur l'ensemble des marchés a été très certainement accentuée par les liens étroits, sur certains de leurs segments, qui unissent les deux types d'acteurs à fort effet de levier que sont les banques d'investissement et les *hedge funds*, au travers de l'activité de *prime brokerage*. Ces acteurs présentent une fragilité aux fluctuations de marché et une impatience intrinsèques, du fait de leur faible base en capital et des modalités de gestion du risque de contrepartie sous forme de collatéral en titres et d'ajustement régulier des positions par appels de marge. Le marché des produits de financement structuré étant largement concentré, du moins pour les tranches les plus risquées, autour de ces deux types d'acteurs, les baisses de prix sont entretenues par les ventes forcées suscitées par les appels de marge effectués par les *prime brokers* auprès des *hedge funds*. Les capacités d'arbitrage sur les actifs et les instruments de dette ou de capital d'un même émetteur, alimentées par des rumeurs aux sources mal identifiées, peuvent aussi être des opportunités de manipulation du cours des titres, sur lesquels les régulateurs britannique, américain et européens ont décidé récemment d'enquêter.

¹⁰ Dans la moitié des cas, les dégradations ont entraîné un passage de la tranche en catégorie spéculative. Par ailleurs, les notations ont été particulièrement instables, au sens où de nombreux véhicules ont été dégradés à plusieurs reprises par une même agence, et ce dans un laps de temps très court (cf. C. Romey et B. Drut [2008] : « Une analyse de la notation sur le marché des RMBS subprime aux Etats-Unis », *Risques et tendances*, N°4, janvier, Autorité des marchés financiers).

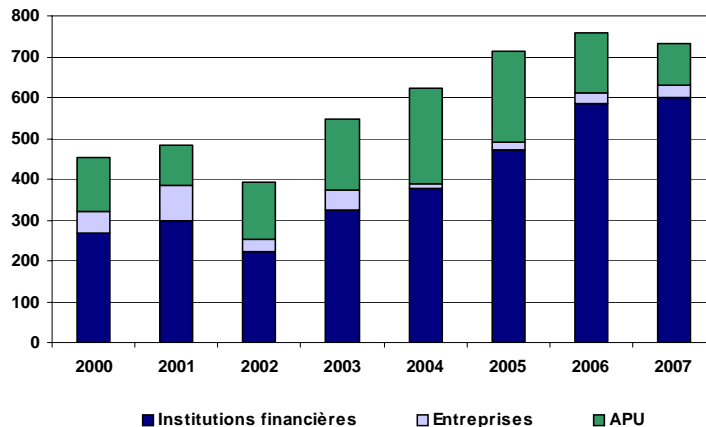
**LES TENDANCES SUR LES MARCHES FINANCIERS
DE GROS ET LES RISQUES POUR LES INTERMEDIAIRES,
LES SOCIETES COTEES ET
LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS**

I - Les marchés en 2007

1. La montée en puissance des dettes à risque a caractérisé l'ensemble des marchés obligataires

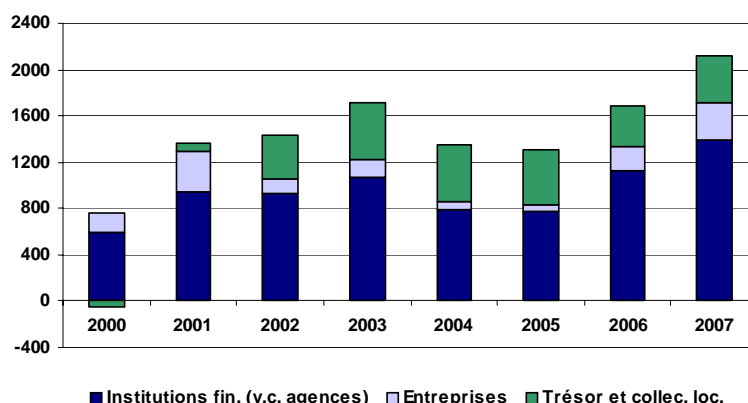
Le premier semestre 2007 a été caractérisé par la poursuite des tendances passées pour ce qui concerne les grands équilibres offre-demande sur les marchés de dette. Les marchés obligataires aux Etats-Unis et en Europe bénéficiaient d'un afflux massif de liquidités, en particulier en provenance de certains pays émergents, dont les balances des paiements courants présentent des excédents importants. Cette demande importante de titres, combinée à celle des investisseurs institutionnels domestiques, a été alors absorbée essentiellement par de larges émissions en provenance des institutions financières et, de manière beaucoup plus modeste, des administrations publiques. Les entreprises non financières ont eu en revanche des besoins presque négligeables, avec des montants d'émissions qui sont demeurés globalement modestes. Ainsi, dans la zone euro, elles n'ont émis, nets des remboursements, que 30 milliards d'euros d'obligations sur l'ensemble de l'année 2007 (graphique 9). Aux Etats-Unis, où les entreprises recourent traditionnellement beaucoup plus largement au marché obligataire pour se financer, les émissions ont certes été plus importantes (314 milliards d'euros au cours de cette même période), mais n'ont également représenté que 15% du total des appels au marché (graphique 10).

Graphique 9 : Emissions nettes de titres de dette de long terme dans la zone euro
(milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne

Graphique 10 : Emissions nettes de titres de dette de long terme aux Etats-Unis
(milliards de dollars)

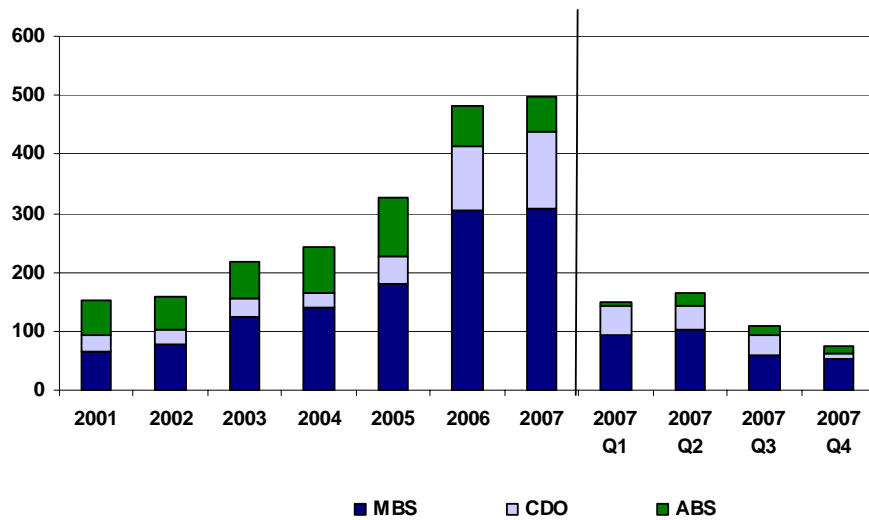


Source : Réserve fédérale

L'élément remarquable dans ce panorama d'ensemble était la vigueur du processus de titrisation en Europe, jusqu'au coup d'arrêt violent engendré à partir de l'été par l'éclatement de la crise des *subprime* (graphique 11). Sur l'ensemble de l'année 2007, profitant de l'acquis important du premier semestre, les émissions de véhicule de titrisation se sont ainsi montées à 496,7 milliards d'euros, soit un montant plus élevé que celui, déjà très important, enregistré pour l'année 2006¹¹. Le marché européen de la titrisation était dopé depuis deux ans par le dynamisme du marché immobilier, qui a suscité de larges émissions de véhicules adossés à des prêts hypothécaires (CMBS - *Commercial mortgage-backed securities* – et surtout RMBS - *Residential mortgage-backed securities*). Au cours de la période 2006-2007, les émissions de MBS se sont ainsi élevées chaque année à environ 300 milliards d'euros, soit une croissance très forte par rapport aux années précédentes. Le marché des CDO a constitué également un vecteur de croissance important. Alors que les émissions de ce type d'instrument demeuraient modestes jusqu'en 2005, elles ont par la suite très fortement progressé, pour atteindre en 2007 près de 131,7 milliards d'euros, soit 26,5% du marché de la titrisation dans son ensemble. Les CDO sont ainsi devenus en 2006 les moyens principaux de placement des tranches les plus risquées de produits structurés sur le marché.

¹¹ Au cours du premier semestre 2007, les émissions de véhicules de titrisation se sont montées à 315 milliards d'euros, soit une augmentation très marquée par rapport à 2006. Cette dynamique a brusquement cessé après l'éclatement de la crise des *subprime*, dans un contexte de remontée importante de l'aversion au risque des investisseurs. Ces derniers se détournent désormais massivement de l'ensemble des produits de titrisation, quelle que soit la nature des actifs sous-jacents. Les statistiques portant sur le troisième trimestre 2007 et surtout sur le quatrième trimestre mettent bien en évidence cette rupture, avec des émissions n'excédant pas respectivement 107,8 et 73,9 milliards d'euros (graphique 11).

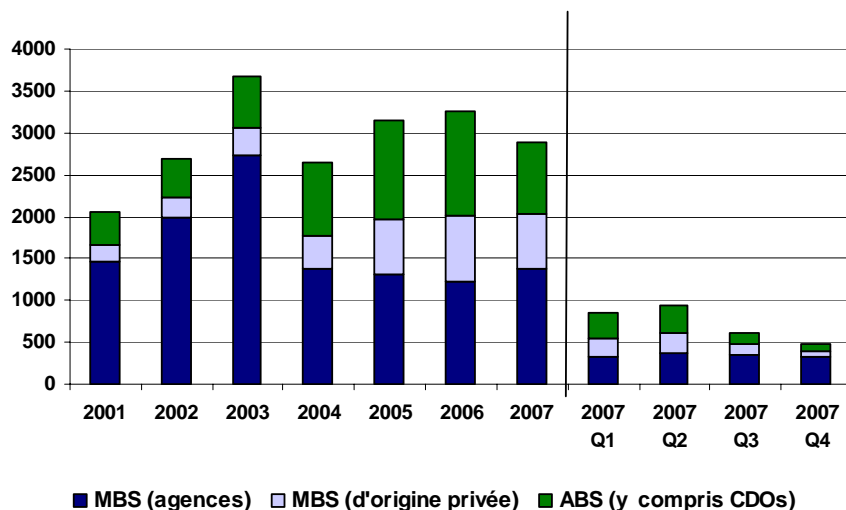
Graphique 11 : Emissions de véhicules de titrisation en Europe
(milliards d'euros)



Source : *European Securitisation Forum*

Le marché de la titrisation aux Etats-Unis a continué à présenter une taille et une structure très différentes de son homologue européen, du fait de la présence des agences publiques de refinancement des créances hypothécaires, qui contribuent à alimenter l'essentiel des émissions. Comme en Europe, on peut cependant observer une forte croissance au cours de la période 2005-premier semestre 2007 des ABS/CDO ainsi que des MBS d'origine privée (graphique 12). Dans cette dernière catégorie, on trouve les RMBS *subprime*, dont les émissions ont été particulièrement soutenues pendant la période considérée. Comme en Europe, la crise des *subprime* à partir de l'été a pesé très fortement sur la capacité du marché à continuer à absorber l'ensemble des véhicules de titrisation existants, conduisant à un recul brutal des émissions. Considéré dans sa globalité, le montant total des émissions de véhicule de titrisation pour l'année 2007 a reculé légèrement par rapport aux deux années précédentes.

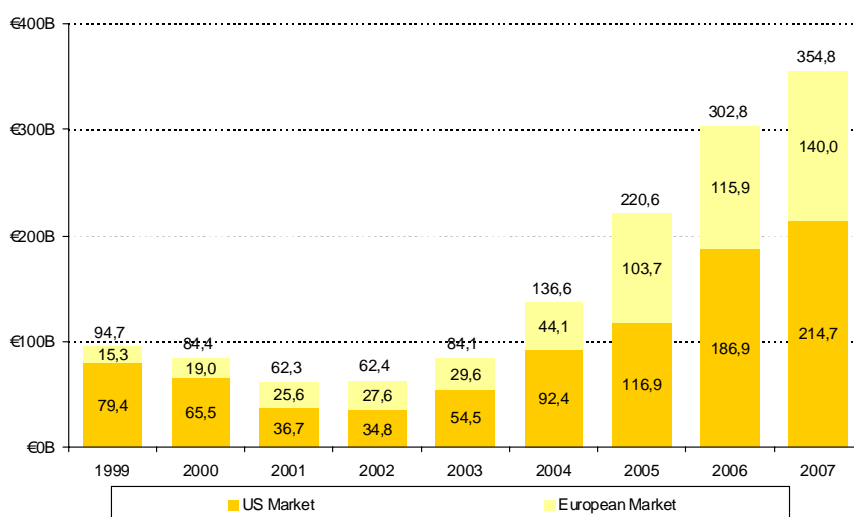
Graphique 12 : Emissions de véhicules de titrisation aux Etats-Unis
(milliards de dollars)



Source : *SIFMA*

Les nombreuses opérations de « *leveraged buyouts* » (LBOs) et de « recapitalisation » initiées par les fonds de *private equity* et les prêts qu'elles ont engendrés ont également joué un rôle important dans cette expansion du marché des produits structurés (graphique 13). Une caractéristique des opérations d'acquisition menées dans le courant du premier semestre a en effet été le refinancement quasi-systématique des dettes bancaires par recours à la titrisation sous forme de CLOs, les banques étant peu enclines à garder dans leur bilan des créances très consommatrices de fonds propres¹². Cette évolution de l'offre de titres a répondu par ailleurs à une demande des investisseurs, qui recherchaient dans ce type de supports, plus risqués que les emprunts classiques du fait de la présence d'effet de levier, un supplément de rémunération dans un environnement caractérisé par le faible niveau des taux d'intérêt et une qualité élevée du crédit *corporate*. Les statistiques de détention de prêts à effet de levier sont de ce point de vue éclairantes, au sens où elles montrent clairement le renversement de la charge du risque de crédit depuis le début des années 2000 : en 2006 et 2007, en Europe, près de 55 % des dettes étaient détenues par des investisseurs institutionnels, contre 7 % seulement au début des années 2000 (graphique 14).

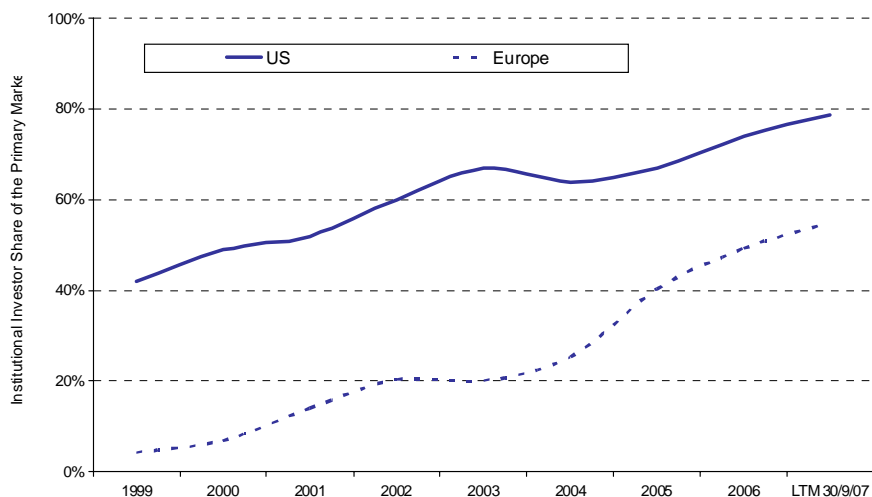
Graphique 13 : Emissions de prêts dans le cadre des opérations de LBO



Source : Standard and Poor's LCD

¹² Cf. BCE (2007) : "Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU", Avril.

Graphique 14 : Part des prêts à effet de levier acquis sur le marché primaire par les investisseurs institutionnels (%)



Standard and Poor's LCD

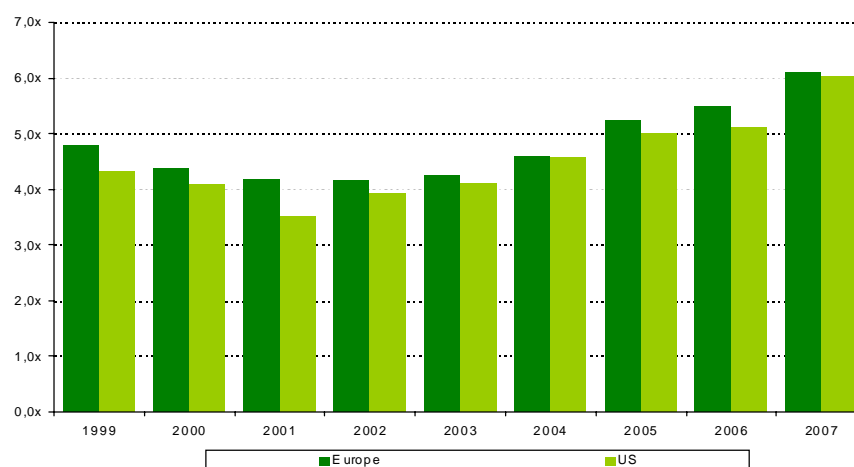
Les émissions massives de *leveraged loans* et leur inclusion dans des véhicules de titrisation sont par ailleurs allées de pair avec un abaissement du niveau de protection des créanciers, en Europe comme aux Etats-Unis¹³. Dans un contexte de recherche effrénée de rendement par les investisseurs institutionnels et d'abondance de liquidités à investir, l'assouplissement des conditions de crédit ne s'est pas limité au seul secteur des prêts hypothécaires américains. Cela s'est matérialisé, jusqu'à la fin du premier semestre 2007, par une série d'éléments, dont en particulier :

- un allègement des covenants inclus dans les contrats de prêt. En particulier, des « incurrence covenants », qui exigent le respect de certains ratios lors d'événements spécifiques de la vie de l'emprunteur, ont tendu à se substituer à des « maintenance covenants », qui contraignent l'emprunteur à respecter lesdits ratios durant toute la durée du prêt. Certaines dettes ont même été émises sans aucun covenant financier (« covenant lite »)¹⁴ ;
- une augmentation de la part des dettes de type « second lien », dont le remboursement est subordonné à celui des dettes senior, et des dettes remboursables *in fine* (bullet), qui permettent de différer le remboursement du principal et donc d'alléger les paiements périodiques de l'emprunteur ;
- une augmentation des leviers d'endettement, qui s'est traduite par une hausse du poids des dettes relativement aux apports en fonds propres dans les montages d'acquisition ou bien par une élévation du ratio de la dette aux cash flow générés par les entreprises (graphique 15).

¹³ Cf. FMI (2007) : « Assessing risks to global financial stability », Chapter 1, *Global Financial Stability Report*, septembre.

¹⁴ Cf. Fitch (2008) : « Developments in the US leveraged loan and CLO markets », 7 février. Cf. également Fitch (2007) : « US Leveraged loan covenant decline accelerating in 2007 ».

Graphique 15 : Rapport Dette/Ebitda – Opérations de leveraged buyouts



Source : Standard and Poor's LCD

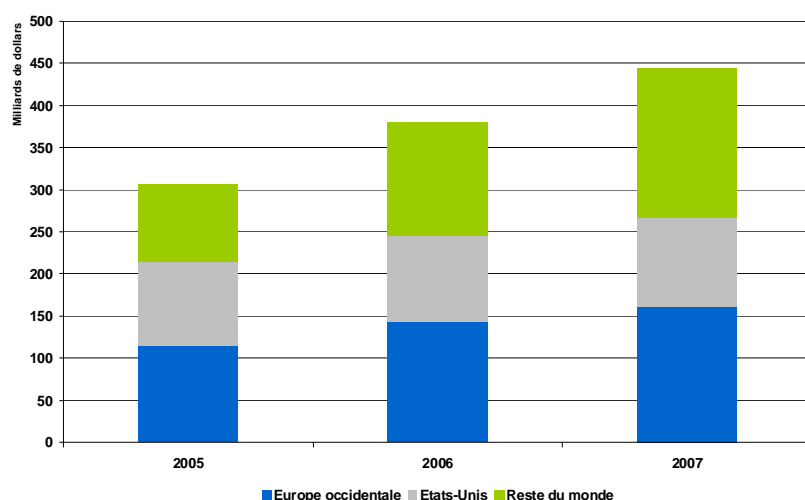
2. Les marchés d'actions ont été marqués par une très forte activité de fusions acquisitions et d'émissions de capital

A l'image des marchés obligataires, l'activité sur les marchés d'actions a été largement rythmée par la crise des *subprime*. Ainsi, certaines des tendances observables au premier semestre se sont dissipées au second et ce changement de rythme doit être présent à l'esprit pour dresser un bilan sur l'ensemble de l'année 2007.

En dépit de la dégradation du contexte financier dans la seconde partie de l'année, les émissions d'actions ont dans l'ensemble affiché en 2007 un profil plutôt haussier (graphique 16). En Europe, elles se sont ainsi montées à 160,9 milliards de dollars, soit une légère augmentation par rapport à 2006. Aux Etats-Unis, elles ont atteint 106,4 milliards de dollars, soit un montant proche de celui de l'année précédente. Il est toujours intéressant de rapprocher ces émissions brutes des rachats-annulations d'actions, afin d'appréhender le rôle des marchés d'actions comme source de financement net des entreprises. En Europe, le solde est positif et sensiblement plus élevé que l'année précédente (graphique 17). Ainsi, en dépit d'une tendance à recourir plus massivement aux rachats d'actions pour gérer leur structure de financement et rémunérer leurs actionnaires, les entreprises européennes ont émis en termes nets environ 67 milliards d'euros pour ce qui concerne la zone euro et 3,3 milliards pour le Royaume Uni. La situation aux Etats-Unis se présente tout à fait différemment. Accentuant une nouvelle fois un mouvement ancré depuis de nombreuses années, les entreprises ont de nouveau procédé à des rachats d'actions très importants, excédant largement le montant des appels au marché. Ainsi, en 2007, d'après les estimations faites par la Réserve fédérale, le montant des émissions d'actions, nets des rachats-annulations de titres, a avoisiné -572,2 milliards de dollars, après -465,7 milliards en 2006. Ces statistiques confirment le comportement des entreprises américai-

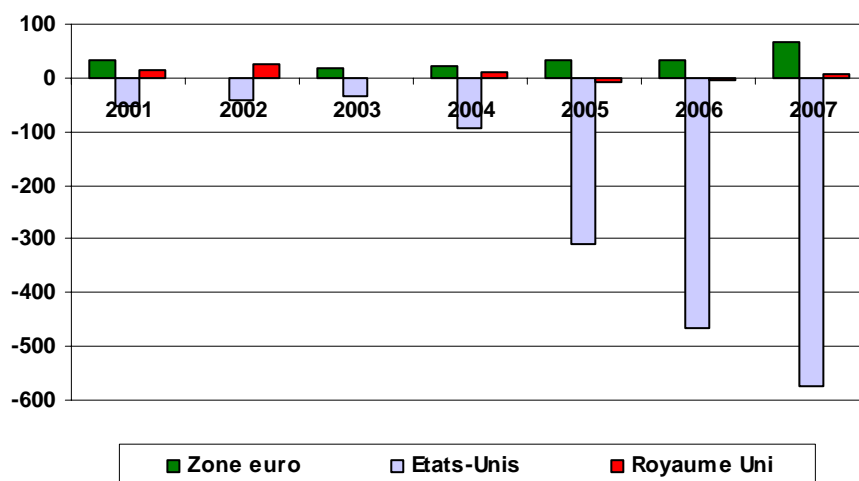
nes consistant à distribuer massivement leurs bénéfices aux actionnaires par la mise en œuvre de programmes de rachats d'actions¹⁵. Elles suggèrent également que les entreprises souffrent d'un défaut d'opportunités d'investissement, eu égard aux profits importants qu'elles dégagent depuis quelques années. Enfin, le contexte de marché, en particulier la correction sévère des cours dans la seconde partie de l'année, a pu motiver les entreprises à intensifier leurs rachats d'actions.

Graphique 16 : Emissions d'actions au niveau mondial par les sociétés cotées
(en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Graphique 17 : Emissions nettes d'actions par les sociétés non financières
(en milliards d'euros)



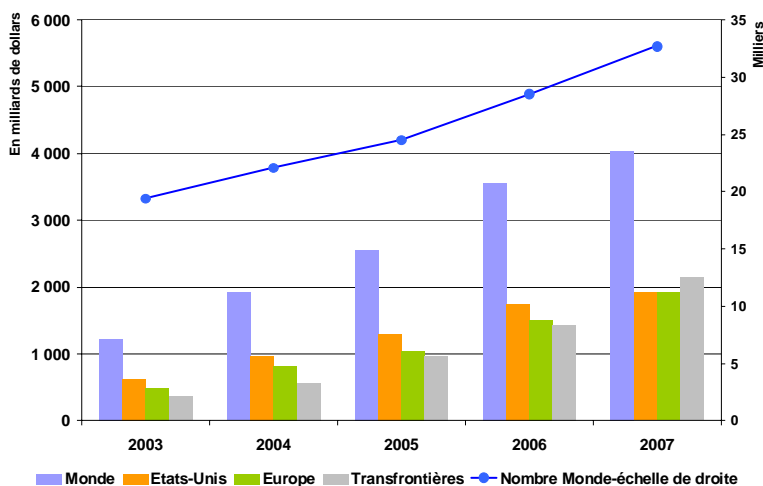
Sources : Banque centrale européenne, Federal Reserve et ONS.

¹⁵ L'arbitrage distribution de dividendes-rachats d'actions comme modalité de rétribution des actionnaires repose sur un certain nombre de considérations. Outre les aspects fiscaux, un avantage significatif des rachats d'actions du point de vue des managers de l'entreprise est qu'ils ne sont pas considérés par les investisseurs comme des revenus permanents et qu'ils offrent de ce fait une plus grande souplesse dans le montant total des bénéfices distribués chaque année aux actionnaires.

Les marchés d'actions ont été marqués sur l'ensemble de l'année 2007 par une activité très intense de fusions-acquisitions. A l'échelle mondiale, le marché des fusions et acquisitions a ainsi enregistré un nouveau record, le montant global des opérations dépassant le seuil des 4 000 milliards de dollars, soit une hausse de 13,8 % par rapport à 2006 (+15 % pour ce qui concerne le nombre d'opérations, graphique 18). La France a obéi à cette dynamique d'ensemble pour ce qui concerne le nombre total d'opérations, en hausse selon Bloomberg de près de 25 % par rapport à 2006. Ces opérations ont en revanche porté sur des volumes de plus faible ampleur, de telle sorte que le montant total des opérations annoncées s'est replié de 5 % par rapport à l'année précédente¹⁶. Le pic d'activité a été atteint au deuxième trimestre. La dégradation de l'environnement financier à partir de l'été étant peu propice aux opérations de très grande taille, ces dernières se sont de fait raréfiées au cours de la seconde moitié de l'année. A cet égard, il convient de souligner que les opérations les plus importantes annoncées en 2007, au premier rang desquelles figure le rachat d'ABN AMRO par le consortium composé de la banque Fortis, de Banco Santander et de la Royal Bank of Scotland, l'ont été au cours des sept premiers mois, avant le déclenchement de la crise des *subprime* (tableau 2).

Le marché des fusions acquisitions en 2007 a présenté d'importantes similitudes avec les années précédentes. En particulier, l'essor des opérations transfrontières observé par le passé s'est poursuivi au même rythme qu'en 2006 (+50 % en termes de montants). En 2007, une opération sur quatre a ainsi impliqué des sociétés de nationalités différentes, les opérations transfrontières représentant en outre à elles seules plus de la moitié des montants en jeu. De la même manière, les caractéristiques sectorielles des opérations ont peu évolué par rapport à 2006, à savoir une diversité des secteurs concernés avec une implication relativement forte, en termes de montants, des sociétés appartenant aux secteurs bancaire et financier.

Graphique 18 : Montants des fusions et acquisitions par zones géographiques



Source : Bloomberg

¹⁶ S'agissant plus précisément des offres publiques réalisées et visées par l'AMF, leur nombre s'est inscrit en hausse (76 contre 67 en 2006) mais le montant des opérations a sensiblement reculé, passant de 27 milliards d'euros en 2006 à 14 milliards en 2007 (sont comptabilisées les opérations dont les résultats ont été publiés en 2007). Néanmoins, une analyse plus fine montre que ce résultat s'explique en grande partie par le mode de valorisation utilisé, la méthodologie traditionnelle, retenue dans les statistiques de l'AMF, ne valorisant pas les offres publiques par échange de titres, alors que les diffuseurs d'informations les valorisent au premier cours coté pour permettre des comparaisons internationales. Or, alors que l'activité avait été en 2006 largement soutenue par d'importantes garanties de cours (Sanef, Autoroutes du sud de la France et Autoroutes Paris-Rhin-Rhône), l'année 2007 l'a été par des offres publiques mixtes de grande taille (Nyse-Euronext et AGF/Allianz).

Tableau 2 : Les opérations les plus importantes annoncées en 2007 au niveau mondial

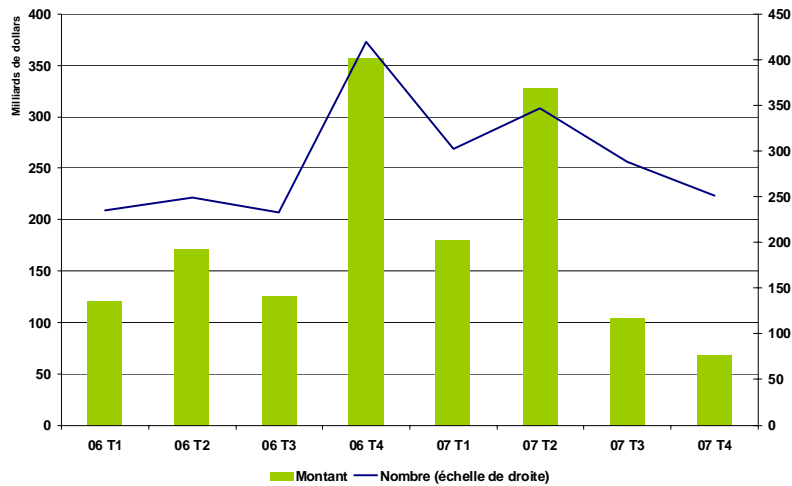
Date d'annonce	Cible	Acquéreur(s)	Montant (milliards de dollars)
Avril 2007	ABN AMRO	FORTIS/BANCO SANTANDER/ROYAL BANK OF SCOTLAND	100,0
Avril 2007	ENDESA	ACCIONA/ENEL	53,3
Février 2006	ENERGY FUTURE HOLDINGS	KKR & CO/TPG	43,2
Juillet 2007	ALCAN	RIO TINTO	42,9
Juin 2007	BCE	PROVIDENCE EQUITY PART/ONTARIO TEACHERS PENS/MADISON DEARBORN PART/MERILL LYNCH & CO	42,4
Mai 2007	CAPITALIA	UNICREDITO ITALIANO	29,6
Avril 2007	FIRST DATA	KKR & CO	27,5
Mai 2007	ALLTEL	TPG CAPITAL/GOLDMAN SACHS GROUP	27,1
Juillet 2007	HILTON HOTELS	BLACKSTONE GROUP	26,2

Source : Bloomberg

Le dynamisme des opérations de fusions-acquisitions jusqu'à la fin du premier semestre 2007 est par ailleurs allé de pair avec la montée en puissance des fonds de capital investissement, déjà fortement présents l'année précédente. Certains de ces fonds, a priori cantonnés à la sphère du non coté, ont acquis, au travers de levées de fonds massives et d'un accès aisé au marché de la dette, une capacité financière importante leur permettant d'étendre leur politique d'acquisition à des entreprises de grande taille, le cas échéant cotées. En 2007, les opérations de rachat mises en œuvre par les fonds de capital investissement au niveau mondial se sont montées à 679,2 milliards de dollars (graphique 19), soit environ 17 % du montant total des opérations de fusions-acquisitions réalisées au cours de la même période¹⁷. Le classement par taille des opérations de fusions-acquisitions menées en 2007 a montré par ailleurs, de manière plus emblématique, l'importance prise par certains de ces fonds, à l'image de KKR, qui a participé au rachat d'Energy Future Holdings pour un montant de plus de 43 milliards de dollars et de First Data (pour 27,5 milliards), où de Blackstone, qui a acquis Hilton Hotels pour 26,2 milliards de dollars.

¹⁷ Au niveau européen, il est intéressant de remarquer que sur l'ensemble des opérations de leveraged buyout mises en œuvre par des fonds de capital investissement et impliquant des entreprises européennes, près de la moitié des montants ont porté sur des cibles cotées. Il est bon à ce stade de mentionner que ces rachats d'entreprises cotées ne sont pas représentatifs de l'activité des investisseurs en capital, qui demeurent pour l'essentiel cantonnés au financement du développement ou de la transmission d'entreprises non cotées de taille petite ou moyenne. Les opérations portant sur les cibles cotées, de par leurs montants intrinsèquement plus importants, biaisent donc l'analyse et traduit une réalité qui serait toute autre en ne considérant que le nombre d'opérations.

Graphique 19 : Evolution des opérations de leveraged buyout annoncées dans le monde
(en milliards de dollars)

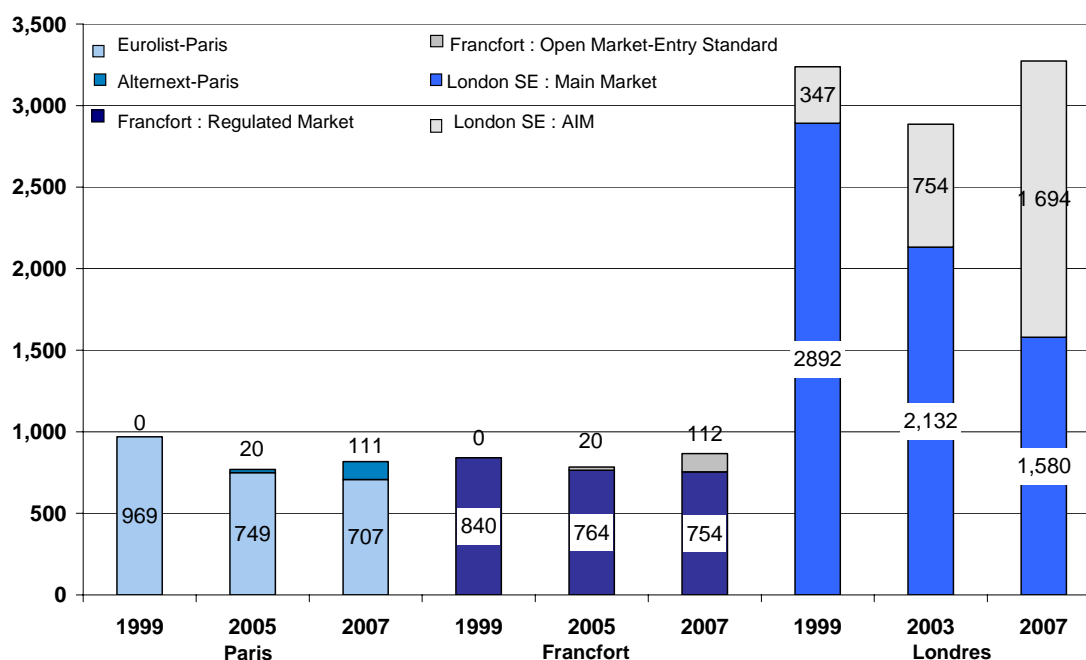


Source : Bloomberg

3. Le recul de la cote des marchés réglementés s'est poursuivi au profit des segments organisés

Les principales bourses européennes ont poursuivi en 2007 leur tendance récente au repeuplement de la cote. Mais sur les trois principales places financières, le mouvement d'augmentation de la cote repose avant tout sur l'amélioration de l'accès des PME aux marchés d'actions et, plus précisément, sur le développement 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, les marchés réglementés 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 (graphique 20).

Graphique 20 : Evolution du nombre de sociétés cotées à Paris, Francfort et Londres



Sources nationales

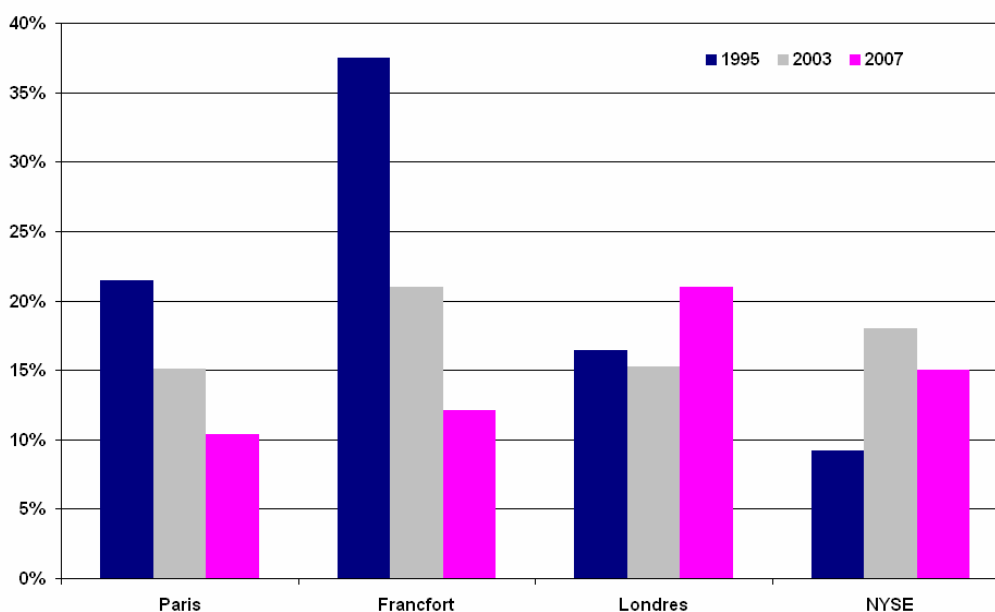
Notes : Eurolist-Paris résulte du regroupement en 2005 des Premier, Second et Nouveau marchés. De même, le marché réglementé de Francfort est issu du regroupement de l'Amtlicher Markt et du Geregelter Markt ; les données concernant le Neuer Markt sont incluses avant 2003. Alternext et le segment Entry Standard ont été créés en 2005.

L'augmentation du nombre de sociétés cotées s'accompagne dans certains pays d'un recul de la présence des sociétés étrangères (graphique 21). Depuis le milieu des années 1990, le degré d'internationalisation de la cote parisienne a ainsi connu une baisse continue et relativement marquée : alors que les sociétés étrangères représentaient plus de 20 % des sociétés cotées en 1995, cette proportion n'était plus que de 10% fin 2007¹⁸. Ce phénomène doit être relié à la faiblesse persistante des introductions de sociétés étrangères à Paris¹⁹ à laquelle s'est conjuguée depuis 2003 une augmentation du nombre de radiations de sociétés étrangères multi-cotées souhaitant se recentrer sur leur marché principal. Un tel mouvement n'est certes pas propre à la France. En Allemagne, une évolution similaire, quantitativement plus nette encore, a pu être observée. Plus récemment, l'attractivité du NYSE a elle aussi sensiblement diminué depuis l'entrée en vigueur de la loi Sarbanes Oxley en 2002, qui s'est traduite par un durcissement de la réglementation à laquelle sont soumises les sociétés cotées. Cette situation contraste avec celle prévalant sur le *London Stock Exchange*, dont l'internationalisation s'est accrue. Entre 2004 et 2007, un quart des introductions sur le London Stock Exchange et, surtout, près de la moitié des capitaux levés lors de ces opérations, ont été le fait de sociétés étrangères, ces dernières représentant fin 2007 plus de 20 % des sociétés cotées à Londres.

¹⁸ Hors marché libre, Alternext inclus.

¹⁹ Ces dernières ont représenté à peine 10 % des introductions réalisées entre 1995 et 2007 et sont pour la plupart la conséquence directe d'offres publiques.

Graphique 21 : Poids des sociétés étrangères dans l'ensemble des sociétés cotées (%)



Sources nationales

Note : Paris hors Marché libre, Alternext inclus ; LSE : AIM inclus, Francfort : hors Freiverkehr mais Open market Entry standard inclus

4. Les marchés de gré à gré ont connu une croissance forte, sous l'impulsion notamment des produits dérivés de crédit

Dans l'ensemble, les marchés de produits dérivés demeurent sur un sentier de croissance particulièrement forte. La demande pour ce type d'instruments bénéficie de facteurs de soutien importants, relatifs à la fois aux évolutions de la gestion d'actifs pour compte de tiers et aux innovations financières mises en place par les banques d'investissement. L'évolution des supports de gestion collective tend, en effet, à impliquer un recours de plus en plus massif aux marchés dérivés, lié en particulier à la montée en puissance rapide et généralisée des fonds de gestion alternative et, dans certains pays, des fonds à formule. Par ailleurs, les émissions de produits de financement structurés (CDO, etc.) de ces dernières années ont stimulé la demande de dérivés de crédit.

Appréhendée à partir des statistiques relatives au premier semestre 2007, la croissance des marchés des produits dérivés apparaît très contrastée selon que l'on considère les marchés organisés ou les marchés de gré à gré. L'encours notionnel des dérivés traités sur les marchés organisés a crû nettement moins vite que celui des marchés de gré à gré (respectivement +14,5 % contre +39,8 % sur un an à la fin du mois de juin, tableaux 3 et 4). Les marchés organisés ont été pénalisés par une croissance assez modeste de leur compartiment principal, consacré aux dérivés de taux d'intérêt (+12,1 % sur un an à la fin du mois de juin). Moins importants selon les indicateurs de la Banque des règlements internationaux (BRI), les segments relatifs aux contrats de change et aux dérivés d'actions enregistraient en revanche une croissance vigoureuse, respectivement de +61,2 % et +38,7 %.

Les marchés de gré à gré sont apparus, quant à eux, dynamiques sur l'ensemble des compartiments. Par exemple, les dérivés de taux d'intérêt ont augmenté en juin 2007 de 32,4 % sur un an et les contrats de change de près de 28 %. Les dérivés de crédit doivent faire l'objet d'une attention particulière dans la mesure où ils enregistrent une croissance de 109 % en rythme annualisé. Cette progression remarquable conduit d'ailleurs les encours notionnels de ce type de produit (42,6 trillions de dollars) à se rapprocher de ceux des contrats de change (48,6 trillions).

Tableau 3 : Marchés de dérivés – marchés organisés (notionnels, en milliards de dollars)

	Déc. 2005	Juin 2006	Sep. 2006	Déc. 2006	Juin 2007	Var. sur un an (%)	Sep. 2007	Var. sur un an (%)
Devises	174	181	194	240	303	67,8%	310	59,8%
Taux d'intérêt	52 297	76 829	68 075	62 593	86 135	12,1%	83 632	22,9%
Indices boursiers	5 318	7 388	7 304	7 611	10 246	38,7%	10 941	49,8%
Total	57 788	84 398	75 572	70 443	96 684	14,6%	94 883	25,6%

Source : BRI

Tableau 4 : Marchés de dérivés – marchés de gré à gré (notionnels, en milliards de dollars)

	Juin 2005	Déc. 2005	Juin 2006	Déc. 2006	Var. sur un an (%)	Juin 2007	Var. sur un an (%)
Taux de change	31 081	31 364	38 091	40 239	28,3%	48 620	27,6%
Taux d'intérêt	204 795	211 970	261 960	291 115	37,3%	346 937	32,4%
Actions	4 551	5 793	6 782	7 488	29,3%	9 202	35,7%
Marchandises	2 940	5 434	6 394	7 115	30,9%	7 567	18,3%
Credit default swaps	10 211	13 908	20 352	28 650	106,0%	42 580	109,2%
Autres	27 915	29 199	35 928	39 682	35,9%	61 501	71,2%
Total	281 493	297 670	369 507	414 290	39,2%	516 407	39,8%

Source : BRI

5. Les fonds d'investissement occupent une place de plus en plus centrale au sein des marchés financiers

La détention d'actifs sur les marchés financiers est très largement le fait des investisseurs institutionnels, que ceux-ci prennent la forme de fonds de pension, de compagnies d'assurance ou encore d'organismes de placement collectif. Cette situation, observable depuis longtemps dans les pays anglo-saxons du fait de l'existence de systèmes de retraite par capitalisation, est plus récente dans les pays d'Europe continentale. Dans cet ensemble de la gestion institutionnelle, certains acteurs ont cependant connu ces dernières années une progression particulièrement remarquable. Il s'agit des fonds de gestion alternative, des fonds de capital investissement et des fonds dits souverains.

Le développement de ces fonds obéit à des facteurs différents. Les *hedge funds* et les fonds de capital investissement bénéficient d'une forte demande des investisseurs institutionnels classiques voire, dans certains cas, des investisseurs individuels fortunés, soucieux de diversifier leur portefeuille et d'investir dans des actifs réputés décorrélés des grands indices²⁰. Certains actifs (en particulier les emprunts d'Etat) ont par ailleurs été marqués par des rendements très faibles dans un univers d'excès de liquidités, ce qui a conduit de nombreux investisseurs à rechercher des sources de rendement additionnel en direction d'instruments financiers à effet de levier et peu liquides. Enfin, l'offre n'a cessé d'évoluer et de se structurer, à l'image du capital investissement, qui a été marqué par une professionnalisation de plus en plus grande de ces différents acteurs. Les fonds souverains émanent d'une toute autre logique. Propriété des Etats ou d'entités publiques, ces fonds sont financés par de multiples sources, allant des rentes pétrolières pour les pays producteurs de pétrole (Emirats Arabes Unis, Norvège ou encore Arabie Saoudite) aux excédents commerciaux et à l'accumulation de devises pour les pays asiatiques (Chine, Singapour et Hong Kong par exemple)²¹. Leur raison d'être présente également une certaine diversité. Dans certains pays, les fonds souverains jouent un rôle de stabilisation ou de lissage budgétaire, en particulier dans les Etats dont les principales ressources financières dépendent de marchés volatils, à l'image des marchés alimentaires ou de matières premières. Dans d'autres pays, l'objectif est à plus long terme et vise le transfert de ressources intergénérationnel. Enfin, ils peuvent avoir pour objectif l'optimisation de la gestion des réserves de change.

Il est difficile d'avoir une estimation précise de la place qu'occupent ces différents types de fonds sur les différents segments des marchés financiers. A la fin de l'année 2007, les fonds de gestion alternative géraient un portefeuille d'actifs évalué à 1 070 milliards de dollars hors effet de levier (en excluant les fonds de *hedge funds*), en progression de 32 % par rapport à 2006 (cf. infra). L'actif des fonds souverains était estimé à 2007 à plus de 3000 milliards de dollars (tableau 5) et les projections disponibles suggèrent que leurs encours sous gestion seront amenés à progresser considérablement au cours des prochaines années²². Quant aux fonds de capital investissement, s'il est difficile d'estimer les encours gérés, on peut remarquer que les fonds levés sont partout en forte croissance depuis le milieu des années deux mille, atteignant en 2007 environ 74 milliards d'euros en Europe. On peut noter par ailleurs le montant des fusions-acquisitions dans lesquelles ils sont impliqués (cf. supra) ou la part des opérations de leveraged buyouts entreprises par ces fonds et qui portent sur des entreprises cotées.

Tableau 5 : Fonds souverains dans le monde
(estimations des encours à partir de données sur la période 2004-2007)

Pays d'origine	Fonds	Actifs (milliards de dollars)
Emirats Arabes Unis	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875
Singapour	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	330
Norvège	Government Pension Funds - Global (GPF)	322
Arabie Saoudite	Divers fonds	300
Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA)	250
Chine	China Investment Company Ltd.	200
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	140
Autres pays		773
Total		3190

Source : Deutsche Bank research

²⁰ Les fonds de capital investissement sont par nature très différents des *hedge funds*. Selon l'AFIC, le capital investissement consiste en une prise de participation au capital, sur une période comprise entre 3 et 7 ans environ, dans des entreprises non cotées ou ayant vocation à être non cotées pour financer leur démarrage, leur croissance, leur transmission ou leur redressement.

²¹ Cf. Kern, S. (2007) : « Sovereign wealth funds – state investments on the rise », Deutsche Bank Research, 10 septembre). Voir également FMI (2007) : "Sovereign wealth funds", Annex 1.2., Global financial stability report, octobre.

²² Morgan Stanley (2007) : « How big could sovereign wealth funds be by 2015? », Morgan Stanley Research, 3 mai.

Le poids de ces investisseurs sur les marchés financiers et, le cas échéant, leur influence potentielle, peuvent par ailleurs s'apprécier différemment que par la seule référence aux encours totaux gérés. La détention de titres par les *hedge funds* est certes encore modeste au regard de la capitalisation des grands marchés d'actions ou d'obligations. Toutefois, elle peut être significative sur certains marchés spécifiques, où se négocient des actifs complexes et/ou très risqués desquels se tiennent éloignés les investisseurs plus classiques. Typiquement, on estime ainsi que les *hedge funds* sont des détenteurs importants de tranches equity des véhicules de titrisation. Les techniques de gestion mises en œuvre par les *hedge funds* impliquent par ailleurs que leur poids dans les flux d'achats et de ventes peut être très important, voire même dominant, sur certains segments de marché (tableau 6). Des statistiques concernant les Etats-Unis avancent ainsi que les *hedge funds* sont responsables de 30 % des transactions sur les marchés d'actions et de 60% des transactions sur le marché des dérivés de crédit de type CDS.

Tableau 6 : Poids des *hedge funds* dans les transactions sur instruments financiers aux Etats-Unis

	%
Marchés d'actions (comptant)	30
Dérivés de crédit " <i>plain vanilla</i> "	60
Dérivés de crédit (structurés)	33
Marchés obligataires émergents	45
Distressed debt	47
Prêts à effet de levier	33
Obligations à haut rendement	25

Source : Financial Times d'après des données de Greenwich Associates

Une autre dimension à prendre en considération réside dans les pratiques de ces fonds d'investissement en matière d'allocation des portefeuilles et de stratégie actionnariale. Alors que les fonds d'investissement traditionnels se caractérisent la plupart du temps par des portefeuilles largement diversifiés et une passivité actionnariale, les fonds de gestion alternative, de *private equity*, et les fonds souverains peuvent prendre des participations massives au sein de certaines valeurs et, le cas échéant, mettre en œuvre des stratégies actionnariales actives. Les fonds souverains se sont ainsi illustrés très récemment en prenant des participations significatives dans le capital de plusieurs grandes banques américaines dans le cadre des opérations de recapitalisation consécutives à la crise des *subprime*. Certains *hedge funds* ont fait preuve d'un activisme actionnarial débridé en cherchant à influencer les stratégies industrielles de Deutsche Borse, Euronext, ou encore d'ABN Amro. Quant aux fonds de capital investissement, leur valeur ajoutée est précisée dans leur implication dans la gouvernance et la stratégie des entreprises qu'ils ont en portefeuille, *via* des participations majoritaires. Cette logique peut d'ailleurs impliquer, le cas échéant, la mise en place d'opérations de retrait de la cote, les restructurations d'entreprise ne s'accommodant pas nécessairement bien de l'ensemble des contraintes inhérentes à la cotation, notamment en matière de communication.

L'activisme actionnarial plus grand auquel les entreprises cotées pourraient être soumises, pourrait par ailleurs être accentué dans certains pays par un changement de comportement des investisseurs classiques, et notamment des fonds de gestion collective. Le dernier cycle boursier semble en effet être marqué dans le cas de la France par un changement de comportement des actionnaires durant les assemblées générales. Une première manifestation visible de ce changement a été l'augmentation du taux de participation, qui s'est monté en 2007 selon Proxinvest à deux tiers du nombre d'actions des sociétés du SBF250, contre 58% en 2004. Ce mouvement a été favorisé par l'adoption de mesures visant à améliorer la participation des investisseurs institutionnels lors des assemblées générales, avec en particulier l'obligation instaurée par la loi de sécurité financière du 1er août 2003 pour les sociétés de gestion d'exercer les droits de vote détenus par les OPCVM qu'elles gèrent -ou à défaut, d'expliquer les motifs pour lesquels elles ne le font pas- et, plus récemment, la réforme des conditions d'accès aux assemblées générales avec l'adoption fin 2006 du principe de « record date » (date d'arrêté des positions²³). Par ailleurs, une autre manifestation de l'activisme plus grand des actionnaires a été la hausse du taux de contestation des résolutions, qui a atteint en 2007 un niveau record (5,1 % du nombre total des votes exprimés pour les sociétés du SBF 250 contre 1,27% en 1999²⁴).

²³ Selon ce principe, l'accès aux assemblées générales est déterminé à partir du recensement des actionnaires effectué trois jours avant la tenue de cet événement, facilitant ainsi le vote des actionnaires, notamment non-résidents. Selon l'enquête annuelle effectuée par l'AFG auprès de ses membres, 70% des sociétés de gestion interrogées ont augmenté en 2007 le nombre de leurs participations aux assemblées générales.

²⁴ Source : Proxinvest. Parmi les thèmes ayant fait l'objet d'importantes contestations, figurent les dispositifs anti-OPA, les modifications statutaires limitant les droits des actionnaires, les augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription et les opérations réservées aux salariés et dirigeants (actions gratuites, options, PEE)

II - Les infrastructures de négociation et de post-marché

Les infrastructures de marché connaissent depuis quelques années une évolution particulièrement marquée. Les stratégies des bourses de valeurs s'interprètent à cet égard comme une volonté de consolidation et une recherche concomitante de diversification vers des segments d'activité susceptibles de se révéler plus lucratifs que les seuls marchés d'actions au comptant sur lesquels les bourses opéraient traditionnellement. Ces stratégies appellent une attention particulière du régulateur parce que les options sous-jacentes en termes d'infrastructures de marché sont largement irréversibles et légitiment donc la mise en place d'un cadre réglementaire harmonisé à l'échelle internationale, mais aussi parce que certains facteurs de complexité spécifiques à l'organisation des marchés financiers rendent difficile l'anticipation des effets des choix, notamment en matière de concurrence entre espaces de négociation et de fragmentation de la liquidité.

1. L'accélération des mutations des infrastructures de marché a des origines à la fois réglementaires et techniques

Trois facteurs structurels d'évolution des infrastructures de marché sont identifiables.

- le premier est l'évolution de la gouvernance des bourses et leur transformation en "entreprises de marché". La gouvernance des bourses a considérablement évolué au cours de la décennie écoulée. Le changement, généralement caractérisé par une phase de démutualisation puis de cotation (graphique 22 et tableau 7), a peut-être traduit les difficultés de certaines structures mutualistes à faire face aux exigences de changement et de développement des marchés modernes. En tout état de cause, cette évolution a eu deux types d'effets. Des effets capitalistiques, les courtiers anciennement membres des marchés mutualistes ayant souvent cédé des parts significatives du capital de bourses cotées notamment au profit de *hedge funds*. Plus généralement un deuxième effet est lié au changement de "*business model*" des marchés et à son impact sur l'équilibre des différentes parties prenantes. A cet égard, les implications du changement ne sont pas encore pleinement mesurées, mais il apparaît d'ores et déjà certain que le poids de certains clients, en particulier investisseurs institutionnels et gérants alternatifs, a augmenté relativement à la clientèle des sociétés cotées. Bénéficiant d'une hausse considérable de leurs encours sous gestion (une croissance probablement appelée à se poursuivre), les investisseurs institutionnels –et plus particulièrement la gestion collective– ont en effet significativement accru leur contribution aux revenus des bourses, en particulier dans le domaine de la négociation d'actions. Par ailleurs, du fait des stratégies actives qu'ils mettent en œuvre, les fonds de gestion alternative et *hedge funds*, bien que moins importants en termes d'actifs gérés, représentent désormais des fractions importantes des volumes de transactions sur lesquels sont assis les revenus des bourses. Ces dernières peuvent par exemple atteindre près de 40% des volumes traités sur le London Stock Exchange (LSE) et 30% de ceux traités sur Deutsche Börse²⁵.

Graphique 22 : Les phases du changement de gouvernance des bourses au cours

²⁵ Cf. Rupak Ghose (2006).

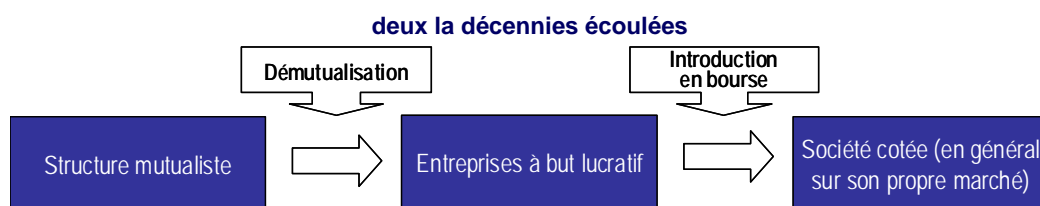


Tableau 7 : Introduction en bourse des principaux marchés d’actions

Bourse	Pays d’implantation	Introduction en bourse
OM Group	Danemark, Finlande, Suède, Pays Baltes	1987
Australian Stock Exchange	Australie	1998
Hong Kong	Hong Kong	2000
Singapore Exchange	Singapour	2000
Deutsche Börse AG	Allemagne	2001
Oslo Exchange	Norvège	2001
Instinet (ECN)	Etats-Unis	2001
Euronext	Belgique, France, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni	2001
London Stock Exchange	Royaume-Uni	2001
Nasdaq	Etats-Unis	2002
CME	Etats-Unis	2002
NYSE	Etats-Unis	2004
CBoT	Etats-Unis	2005
Bolsas y Mercados Españoles	Espagne	2007
São Paulo Stock Exchange	Brésil	2007
CBoE	Etats-Unis	2007

- le second facteur d’évolution des infrastructures de marché est relatif au progrès technologique. Avec l’abandon progressif des criées, l’organisation des marchés autour de systèmes de négociation et de carnets d’ordres électroniques apparaît progressivement comme une norme. Cette adoption généralisée de systèmes électroniques a des implications multiples. D’une part elle facilite l’accès au marché, et l’on observe d’ailleurs à cet égard le désir de certains investisseurs de bénéficier d’accès de moins en moins intermédiés au marché²⁶. D’autre part, elle se traduit par un accroissement des possibilités d’interconnexion entre systèmes et intervenants, ce qui est de nature à faciliter la consolidation de poches de liquidité dispersées sur des espaces de négociation distincts. Enfin, elle permet une intégration croissante de la chaîne de valeur, de la mise en œuvre de stratégies d’investissement au traitement post-marché des opérations.

²⁶ L’accès direct au marché (Direct Market Access ou DMA) peut désigner des réalités diverses selon qu’il reflète la seule volonté de raccourcir techniquement les délais d’exécution et conduit, donc, à une forme de délocalisation des infrastructures de connexion des intermédiaire de marché, ou qu’il exprime un véritable désir des investisseurs de devenir membre de marché.

Ainsi, le progrès technologique a-t-il avant tout un impact sur la nature des services offerts dont il favorise la démultiplication et les caractéristiques optionnelles propres à satisfaire la demande de certains clients ("*customization*") ou segments de clientèle. Mais, cette adoption généralisée de systèmes de négociation électroniques s'est avant tout traduite par une baisse spectaculaire des coûts des infrastructures de négociation et de leur gestion. Il en découle une contestabilité accrue du cœur de métier des marchés établis, comme en témoigne l'exemple de BATS, devenu en l'espace de deux ans, et sur une base financière extrêmement restreinte, le troisième marché d'actions des Etats-Unis.

- le troisième facteur est l'évolution de la réglementation de marché. Il apparaît assez lié aux précédents en ce qu'il reflète la prise en compte des évolutions des marchés mentionnées plus haut. Mais l'adoption, en novembre 2007, de la directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF) en Europe, et celle, en octobre 2007, de mesures amendant le dispositif de la Regulation NMS (*National Market System*) aux Etats-Unis, visent également à organiser les évolutions futures des marchés, afin de réduire les coûts de transaction par le jeu de la concurrence entre systèmes de négociation et, *in fine*, d'améliorer la situation des investisseurs et par voie de conséquence les conditions de financement des entreprises.

2. Diverses motivations stratégiques expliquent la multiplication récente des initiatives des entreprises de marché

Schématiquement, on peut distinguer deux types de stratégie des marchés.

Le premier type correspond à des stratégies défensives. La volonté de croître, qui s'est traduite par une multiplication ces dernières années des alliances, des prises de participations croisées et des opérations d'acquisition par les principaux acteurs –on ne citera que la fusion de NYSE et Euronext, de Borsa Italiana et du London Stock Exchange, et de Nasdaq et OMX– apparaît avant tout comme l'expression d'une volonté de maintenir des positions susceptibles d'être contestées sur ce qui a constitué historiquement le cœur de métier des bourses, la négociation d'actions au comptant. De façon générale, la croissance externe vise à dégager, via la consolidation des infrastructures techniques, d'importantes économies d'échelle. Par ailleurs, les acteurs de grande taille présentent un avantage spécifique en termes de participation aux marchés et, donc, de liquidité. A cet égard, les marchés s'analysent en effet comme des réseaux à la participation desquels les membres ont un intérêt croissant en fonction de leur nombre²⁷.

Compte tenu de la forte profitabilité actuelle de ce segment d'activité, la qualification de défensives pour de telles stratégies peut étonner. Mais cette profitabilité s'explique largement par des facteurs conjoncturels, notamment la volatilité accrue de marchés en crise. Plus fondamentalement, les perspectives de croissance des marchés primaires semblent assez limitées et leur profitabilité potentielle restreinte par un contexte de concurrence accrue²⁸. Par ailleurs, la tendance structurelle à la multiplication des volumes de transactions,

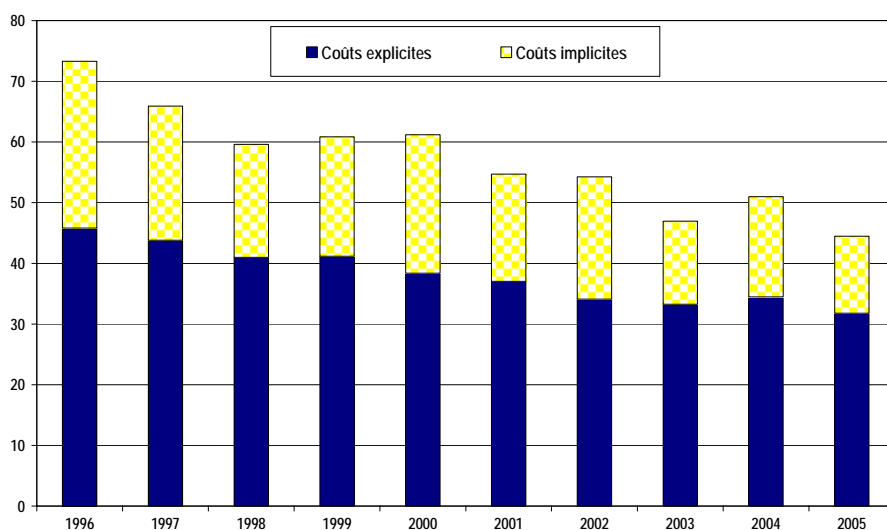
²⁷ Ceci se comprend comme un principe selon lequel "la liquidité attire la liquidité" ("*liquidity begets liquidity*").

²⁸ La cotation de petites et moyennes valeurs et celle de valeurs émergentes semblent constituer les principaux pôles de croissance. Consécutivement au succès de l'Alternative Investment Market (AIM) à Londres, différentes bourses se sont engagées dans la sollicitation active des émetteurs de petite ou moyenne capitalisation. Euronext par exemple a développé à Paris un segment Alternext qui leur est dédié et, plus récemment, un segment dédié aux investisseurs qualifiés imposant des conditions de transparence moindres aux émetteurs. Parallèlement, les entreprises de marché cherchent à attirer les émetteurs étrangers, notamment russes et asiatiques.

liée à un raccourcissement des horizons de *trading* des institutionnels et au développement de stratégies alternatives, pourrait profiter moins aux bourses à l'avenir, dans la mesure où investisseurs et intermédiaires exercent une pression croissante sur les coûts de négociation sur le marché secondaire par la recherche –ou même la création– de lieux d'exécution alternatifs concurrents (cf. *infra*).

Au total, dans un contexte où, de part et d'autre de l'Atlantique, les évolutions réglementaires organisent et favorisent les conditions de la concurrence, la pression à la baisse sur les revenus des marchés au comptant (graphique 23) semble donc vouée à s'intensifier.

Graphique 23 - Evolution des coûts de transaction à l'échelle mondiale (1995-2005*) (en pb)



Source : Elkins-McSherry Transaction Cost Analysis. * Echantillon : données de 235 investisseurs institutionnels opérant sur 208 bourses dans 42 pays en 2005 pour des montants échangés d'une valeur de 5 milliards de dollars. Coûts explicites (directement observables) : commissions versées à l'intermédiaire, taxes et impôts. Coûts implicites : coût de la liquidité (mesuré par la demi-fourchette de prix plus une estimation de l'impact de marché).

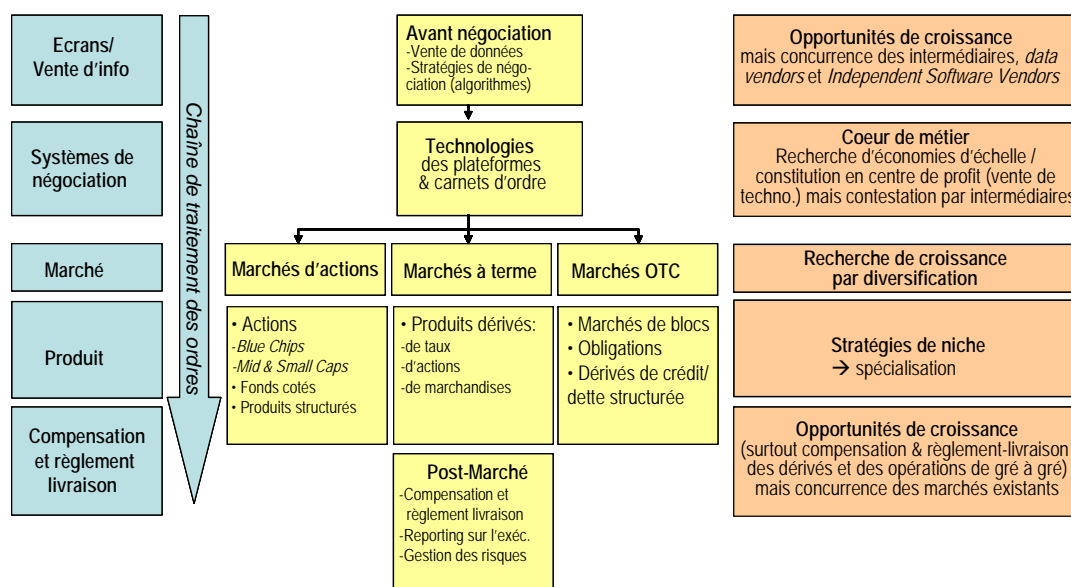
Des stratégies offensives apparaissent en second lieu. Elles se caractérisent par une recherche de relais de croissance et de diversification des revenus. Par essence, elles traduisent une volonté des acteurs de se différencier, à travers l'exploitation de segments de marché moins matures et moins fortement concurrentiels. Bien qu'il soit difficile de généraliser, on peut procéder à une typologie sommaire de ces stratégies en distinguant des mouvements de diversification verticale de mouvements de diversification horizontale (graphique 24).

La diversification horizontale des services de négociation oriente les bourses vers des marchés aux perspectives de croissance plus fortes, traitant de produits moins "standardisés" que les actions au comptant. Elle présente l'avantage d'affranchir les bourses des mouvements cycliques qui affectent les revenus relatifs à la négociation d'actions au comptant. Elle concerne avant tout les marchés réglementés de produits dérivés²⁹, mais également des domaines plus exploratoires relatifs notamment à des produits traités aujourd'hui essentiellement de gré à gré (obligations, produits dérivés, certains fonds d'investissement, *commodities*, etc.). Elle est donc susceptible d'avoir des impacts en termes d'innovation.

²⁹ Les exemples du LIFFE pour NYSE Euronext et de l'Eurex nés de la fusion entre Deutsche Terminbörse et le SOFFEX (Suisse) illustrent le début de cette tendance à la diversification. Des exemples plus récents tels que le rachat, en Australie, du SFE par l'ASX (2006) ou la fusion de la Bourse de Montréal avec la Bourse de Toronto (2007), en soulignent le caractère actuel.

La diversification verticale correspond à la fourniture de services en amont des services de négociation dans la chaîne de traitement des ordres –il peut notamment s’agir de fourniture de données et de solutions d’intégration et de rediffusion des flux– ou en aval vers les services de post-marché –compensation et règlement livraison.

Graphique 24 : Stratégies de croissance et de diversification des bourses



Dans ce contexte, deux domaines méritent une attention particulière. D'une part les services de négociation, en particulier dans le contexte de l'évolution des cadres réglementaires européen et nord-américain. D'autre part le post-marché, qui revêt un aspect particulièrement stratégique sur les marchés de dérivés, notamment de gré à gré, pour lesquels la capacité d'automatiser les traitements de règlement-livraison apparaît comme une clé de l'accès au marché de la négociation lui-même.

3. Les impacts des nouveaux arbitrages réglementaires entre concurrence et fragmentation sur les marchés d'actions restent à évaluer

La réglementation financière revêt une importance toute particulière en matière d'infrastructures de marché, puisqu'elle oriente des choix difficilement réversibles. Or, les prises de décision se heurtent dans ce domaine à des difficultés considérables, liées à la multiplicité des systèmes et des règles hérités du passé, ainsi qu'à la sensibilité des flux aux détails des structures de marché.

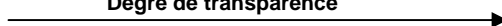
Dans le domaine de la négociation d'actions, on assiste ainsi à la multiplication de systèmes innovants venant concurrencer les marchés établis, à l'image des *Alternative Trading Systems* (ATS). Ces systèmes alternatifs de négociation sont hétérogènes tant par leur technologie que par leurs clientèles sur le segment de la négociation de titres. On peut néanmoins schématiquement distinguer (tableau 8), selon leur participation au processus de découverte des prix ou leur degré de transparence, trois types de plateformes :

- des "dark pools of liquidity", qui, n'étant, pour des titres peu liquides ou des quantités (blocs) particulièrement importantes, pas soumis à des obligations d'information notamment *pre trade* contraignantes, établissent en dehors des marchés réglementés une interconnexion entre différentes poches de liquidité cachées. Les prix fixés sont alors négociés de gré à gré et sont indépendants du processus de découverte des prix publics ;
- des *crossing networks*, qui confrontent ("croisent") les ordres à des prix importés des marchés réglementés et les exécutent généralement au milieu de fourchette ou au prix de *fixing*. Ils accélèrent le processus de découverte des prix sans ajouter de valeur informationnelle ;
- des carnets d'ordres électroniques dirigés par les ordres ou ECN (*Electronic Communication Networks*), c'est-à-dire fondés sur un carnet d'ordre privé. Ces plateformes de négociation participent au processus de formation des prix et, de ce fait, à l'information concernant les offres et demandes latentes.

Tableau 8 : Classification des principales plateformes alternatives de négociation en fonction du degré de transparence et de participation au processus de découverte des prix

Plateforme de négociation hors marché (dark-pool)	Système de croisement d'ordres à prix importés (crossing network)	Carnet d'ordres (electronic order book)
<p>Liquifi (Citi)</p> <p>Sigma X (Goldman Sachs)</p> <p>CrossFinder (Credit Suisse)</p> <p>BNY ConvergEx</p> <p>SmartPool</p> <p>Bids</p>	<p>Liquidnet</p> <p>POSIT (ITG)</p> <p>NYFIX Millenium</p>	<p>Turquoise (consortium)</p> <p>BATS</p> <p>Chi-X (Instinet/Nomura)</p> <p>Equiduct</p> <p>Nasdaq-OMX</p>

Degré de transparence



- Gouvernance mixte (bourse/intermédiaires) ou filiale de marché réglementé
- Intermédiaire financier (*agency broker, ISP*) – Gras : banque d'investissement
- ATS Indépendant

Au total, cette offre semble plutôt caractérisée par l'adoption de nouveaux principes, parfois très agressifs, de tarification des services d'exécution (où par exemple les ordres contribuant à la liquidité peuvent être rémunérés), et par le fait qu'elle répond à certains besoins spécifiques de la clientèle, en particulier institutionnelle, en matière de pas de cotation, de rapidité de traitement, d'automatisation de processus décisionnels complexes, ou encore d'anonymat des transactions.

Les bénéfices escomptés de la concurrence entre lieux de négociation évoqués plus haut pourraient cependant trouver une contrepartie dans les risques de fragmentation de la liquidité. Il reste en effet difficile d'évaluer dans quelle mesure, dans le nouveau cadre réglementaire, l'activité des marchés réglementés sera sensible aux initiatives concurrentielles. Il s'agira d'apprécier ainsi la capacité des transactions à être exécutées en dehors des marchés réglementés et donc à ne pas contribuer à la formation de prix uniques, permettant de constituer une norme reconnue de valorisation des actifs sous-jacents.

Deux observations complètent, sans nécessairement la simplifier, l'analyse. Tout d'abord, les structures des marchés réglementés évoluent pour répondre à cette concurrence et satisfaire les besoins nouvellement exprimés par les utilisateurs. Diverses initiatives récentes de NYSE Euronext méritent par exemple d'être interprétées sous cet angle :

- le rachat ou la prise de participations significatives dans des plateformes alternatives (SmartPool en Europe et BIDS aux Etats-Unis) ;
- plus concrètement, l'offre d'"internalisation" (*Internal Matching Facility*) d'Euronext à l'approche de l'entrée en vigueur de la directive MIF. Elle correspond de fait à une modification substantielle de l'algorithme de confrontation des ordres, puisqu'elle autorise une modification des règles de priorité prix-temps. Dans un ordre d'idées analogue, Euronext a réduit ses pas de cotation pour satisfaire, entre autres, les besoins des arbitragistes ;
- plus fondamentalement, NYSE Euronext, dans le cadre de la fusion transatlantique, est en cours d'élaboration d'un système de négociation unifié (*Unified Trading Platform*) susceptible d'incorporer des caractéristiques nouvelles.

De façon analogue, le *London Stock Exchange* adapte, par exemple, sa structure de marché notamment pour contourner les effets de la fiscalité de la négociation d'actions, en proposant de traiter des CFD (*Contract For Difference*) dans son carnet d'ordres³⁰.

La seconde observation est que le caractère dynamique du jeu concurrentiel rend nécessaire un suivi de moyen terme. La première vague de contestation des marchés réglementés américains par les ECN à la fin des années 90, après des développements initiaux prometteurs, s'est en effet largement traduite par un échec, peu d'initiatives ayant survécu à ce jour, sauf absorption par les marchés réglementés eux-mêmes. Plus généralement, historiquement, peu d'initiatives concurrentielles semblent avoir permis de contester des pôles de liquidité établis sur des marchés de *blue chips*³¹.

A court terme, en Europe, il conviendra cependant d'observer le jeu des règles de bonne exécution sur la base d'un suivi de marché d'ores et déjà mis en place dans le cadre des échanges de données entre régulateurs nationaux européens –en l'occurrence le système *Transaction Exchange Mechanism* (TREM) mis en place par le CESR– pour évaluer le degré de fragmentation induit par la mise en place de nouvelles plateformes depuis l'entrée en vigueur de la MIF. Les cas de fragmentation significative de la liquidité de *blue chips* restent toutefois relativement rares, Chi-X semblant représenter à ce stade l'initiative la plus aboutie depuis la mise en place de la directive MIF (tableau 9). Cependant, les initiatives annoncées par Turquoise et de Nasdaq-OMX sont de nature à modifier l'analyse.

³⁰ Un CFD est un contrat stipulant que le vendeur paiera à l'acheteur la différence entre la valeur courante du sous-jacent (ici une action) et sa valeur lors de l'exercice du contrat (qui n'aura en l'occurrence pas de terme fixe). Si cette différence est négative, c'est l'acheteur qui est débiteur.

³¹ Cf. T. Foucault, A. Menkveld; (2008) "Competition for Order Flow and Smart Order Routing Systems", *Journal of Finance*, *American Finance Association*, vol. 63(1), February, qui mettent en évidence, en dépit du fait que le Dutch Trading Service de Londres n'est pas parvenu à contester la cotation de valeurs hollandaises par Euronext Amsterdam, les bénéfices de la compétition entre ces lieux de négociation.

Tableau 9 : Part du volume de négociation exécutée sur Chi-X Europe*

Action	Date	%
Philips Kon ORD	1 ^{er} octobre 2007	21,0
British Energy Group	6 décembre 2007	20,8
Royal Dutch Shell (London)	5 octobre 2007	20,4
ING Groep ORD	18 décembre 2007	19,5
BASF	1 ^{er} octobre 2007	18,8

* "Percentage of Combined Chi-X Europe and Primary Exchange Volume Executed on Chi-X Europe". Source: Chi-X® Europe Trading Statistics -Q4 2007 (http://www.instinet.com/about/releases/Chi-X_Europe_Q4_2007_trading_stats_.pdf)

De façon plus fondamentale, si certaines études conduites avant la mise en place de la directive MIF révèlent par exemple que les services rendus par les *crossing networks* –qui semblent répondre à la nécessité spécifique du développement de marchés *interdealer*– ne nuisent pas au processus de formation des prix sur les marchés réglementés³², il reste à évaluer plus généralement, dans quelle mesure les facteurs structurels de développement des marchés financiers –notamment la croissance des gestions institutionnelles– ne sont pas de nature à favoriser le développement de la négociation en dehors des marchés réglementés.

4. Les infrastructures de post-marché représentent des risques opérationnels et des enjeux stratégiques de plus en plus élevés

La mise en œuvre d'un cadre plus concurrentiel pour les infrastructures de post-marché en Europe soulève de nombreuses questions opérationnelles, ce dont atteste la complexité technique du suivi par la Commission européenne de la mise en place du code de conduite adopté à sa demande par l'industrie du post-marché³³.

Lancé en juillet 2006, le projet Target 2 Securities, géré par l'Eurosystème, pourrait répondre à un certain nombre de ces problématiques. Entre autres, il pourrait apporter un degré élevé d'interopérabilité entre les dépositaires centraux de titres qui en sont participants, contribuer à l'élimination de certaines barrières à l'intégration des systèmes de règlement identifiées dans les rapports du Groupe Giovannini et, par le fait de créer une plate-forme ou moteur unique pour les opérations de règlement-livraison, contribuer à améliorer le taux de dénouement des opérations ainsi que les appels de fonds nécessaires aux dénouements en permettant une réutilisation rapide des fonds et des titres.

Au delà de ces aspects, qui conditionnent à de multiples égards le développement de l'industrie en Europe, deux enjeux de l'évolution des infrastructures de post-marché méritent d'être abordés, qui découlent des préoccupations plus fondamentales des régulateurs de marché.

³² Voir C. Gresse (2006), "The Effect of Crossing-Network Trading on Dealer Market's Bid-Ask Spreads", et présentation au colloque scientifique de l'AMF du 14 mai 2007 (téléchargeable du site internet de l'AMF).

³³ Voir, en particulier, la section "Monitoring the evolution of prices, costs and volumes of post-trading activities" du site internet de la Commission européenne sur ce sujet et le rapport d'Oxera, daté du 2 août 2007 et intitulé "Methodology for monitoring the evolution of trading and post-trading prices, costs and volumes" qui s'y trouve.

En premier lieu, le contexte de crise rappelle et souligne, au-delà de l'espace européen, les risques opérationnels susceptibles d'apparaître dans la chaîne de traitement des ordres sur les marchés de produits dérivés traités de gré à gré. Ici aussi, l'intervention du régulateur peut être de nature à favoriser, en coopération avec les professions concernées, la mise en place de solutions harmonisées à l'échelle internationale. Les zones de risque concernent potentiellement les domaines suivants:

- le risque opérationnel lié en premier lieu aux délais de validation des transactions (*trade confirmation backlogs*) ;
- le risque de non conformité des contrats. Un contrat qui n'est par exemple pas applicable dans toutes les juridictions concernées, ou qui ne définit pas de façon appropriée les conditions de défaut, expose son acheteur à un risque juridique élevé ;
- le risque de contrepartie, qui traduit notamment le fait qu'un participant ne connaît pas les risques portés par sa contrepartie au contrat ;
- le risque systémique lié au fonctionnement du *netting*, qui doit être minimisé par une bonne gestion des encours des participants et des garanties mises en place ;
- le risque de mauvaise traçabilité des opérations au niveau des volumes et des prix empêchant d'assurer une transparence des opérations vis à vis du marché et de reporting régulier aux autorités compétentes.

D'un point de vue stratégique, les sujets évoqués semblent prédisposer les marchés réglementés de produits financiers à devenir des acteurs significatifs du post-marché des marchés de dérivés. Un certain nombre d'enjeux réglementaires apparaissent cependant dans le domaine des dérivés réglementés que révèlent, au moment d'opérations majeures de consolidation des marchés à terme, les interrogations aux Etats-Unis sur le contrôle exercé par le principal marché de *futures* sur son dispositif de compensation, et qui sont de nature à interpeller aussi le régulateur européen.

Suite aux événements récents, la question est donc clairement posée de savoir quels acteurs de marché seront en mesure non seulement de proposer, mais également de livrer des solutions à la question du bon fonctionnement opérationnel des infrastructures de post-marché au plan mondial, qui soient à la fois financièrement rationnelles et sécurisantes du point de vue de la régulation, y compris au regard du droit du titre applicable, sans pour autant déstabiliser l'environnement concurrentiel et le besoin de saine émulation entre opérateurs.

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

Le risque de contagion de la crise au-delà du marché du « subprime »

Le premier secteur en risque est celui du financement des entreprises, en particulier celui des acquisitions. La période 2005-premier semestre 2007 a été marquée par la montée en force des opérations de rachat sous forme de LBO, caractérisées par une hausse des leviers d'endettement et des prix d'acquisition, ainsi que par une réduction significative des clauses de protection des créanciers, permise par la forte capacité du marché à absorber les opérations à travers des véhicules de titrisation de type CLOs. Les nouvelles conditions de marché pourraient rendre difficile le refinancement des dettes à terme, sur des hypothèses :

- de moindre rentabilité des entreprises cibles, dans un contexte de croissance économique ralentie et de fragilisation du passif de leurs fonds de pension, en cas de baisse prolongée des taux d'intérêt ;
- d'incertitude sur l'évaluation des risques de défaut des véhicules de titrisation et de volatilité de leur notation en lien avec des révisions de méthodologie par les agences ;
- de rejet, peut-être durable, des produits de financement structuré par les investisseurs ;
- ou de manque de robustesse des procédures juridiques de faillite face à un défaut dans un tel environnement.

Le deuxième secteur en risque est celui des dérivés de crédit. Le développement de la titrisation au cours de ces dernières années, y compris depuis le blocage du marché primaire au second semestre 2007, n'a été rendu possible que par un recours massif par les banques aux techniques dérivées d'assurance crédit (Credit Default Swap - CDS). Malgré les tensions récentes sur les primes de risque, ces instruments largement adossés aux services de contrepartie offerts par les assureurs *monoline* et les *hedge funds*, ont en effet assuré la fluidité secondaire des risques de crédit entre acteurs du marché. Les abaissements de notation dont ont été victimes les assureurs *monoline* au début 2008, une hausse des défauts, en lien avec la détérioration du climat conjoncturel, ou l'affaiblissement de certains fonds alternatifs, pourraient constituer un test de robustesse en grandeur réelle de ce marché et des engagements juridiques d'assurance crédit qui le sous-tendent.

Les risques pour la valorisation des actifs du fait d'un manque de liquidité et de profondeur de certains marchés

La crise des *subprime* a révélé des déficiences dans les mécanismes de formation des prix sur le marché secondaire de certains actifs. Le nombre insuffisant et le manque de transparence des transactions sur le marché secondaire a rendu difficile l'établissement d'un juste prix susceptible de fournir une base fiable pour la valorisation des portefeuilles. Les quelques instruments utilisables comme références de prix sont le plus souvent des produits indiciaires dérivés, dont la représentativité et la fiabilité sont difficiles à apprécier. Par ailleurs, l'absence de liquidité du marché est allée de pair avec une concentration du nombre d'acteurs, les banques d'investissement et les *hedge funds* semblant représenter désormais l'essentiel des intervenants, du moins sur les tranches les plus risquées, renforçant d'autant le risque d'emprise ou de manipulation des cours sur les segments les plus sensibles.

Le risque de défaillance opérationnelle des systèmes post-marché sur les marchés de gré à gré

Les marchés dérivés de gré à gré ont connu une croissance extrêmement rapide au cours de ces dernières années, en lien avec l'évolution des modes de gestion alternative et l'arrivée de nouveaux instruments financiers, comme les dérivés de crédit. Le développement sécurisé de ces marchés pourrait être altéré par des problèmes opérationnels significatifs et des défauts de fonctionnement de leurs systèmes post-marché, sources de risque systémique pour les opérateurs, ou s'ils se révélaient peu efficaces du point de vue de la surveillance de l'intégrité des marchés pour les régulateurs.

Le risque de dévoiement de la gouvernance des entreprises cotées et de manque de transparence des opérations de prise de contrôle

La montée en puissance de certaines techniques de négociation ou de prises de participation actionnariale suscite nombre d'interrogations quant à ses conséquences potentielles sur le fonctionnement des marchés en général et sur celui des entreprises cotées en particulier. Au regard des opportunités de marché qu'offre la volatilité actuelle des cours et du développement de nouveaux types d'acteurs dont les véhicules d'investissement sont immatriculés dans des juridictions offshore peu transparentes, la vigilance s'impose sur plusieurs risques :

- le risque de manipulation des cours, fondée sur la circulation de rumeurs, parallèlement à des prises de position ou des arbitrages sur les différentes catégories de titres d'une société ;
- le risque de prise de contrôle rampante suite à dissimulation de franchissement de seuil ou d'action concertée, par différentes techniques de portage ;
- le risque de dévoiement de l'activisme actionnarial, à travers l'utilisation de méthodes opaques vis-à-vis des autres actionnaires et du marché, comme l'usage détourné du prêt-emprunt de titres, qui permet de dissocier en période d'assemblée générale le droit de vote de l'intérêt économique qui y est attaché ;
- le risque de délit d'initié dans le cadre d'opérations financières, en particulier certaines opérations de rachat d'entreprises, qui impliquent un nombre important d'acteurs dans des négociations longues et délicates et sont propices à la transmission d'informations privilégiées.

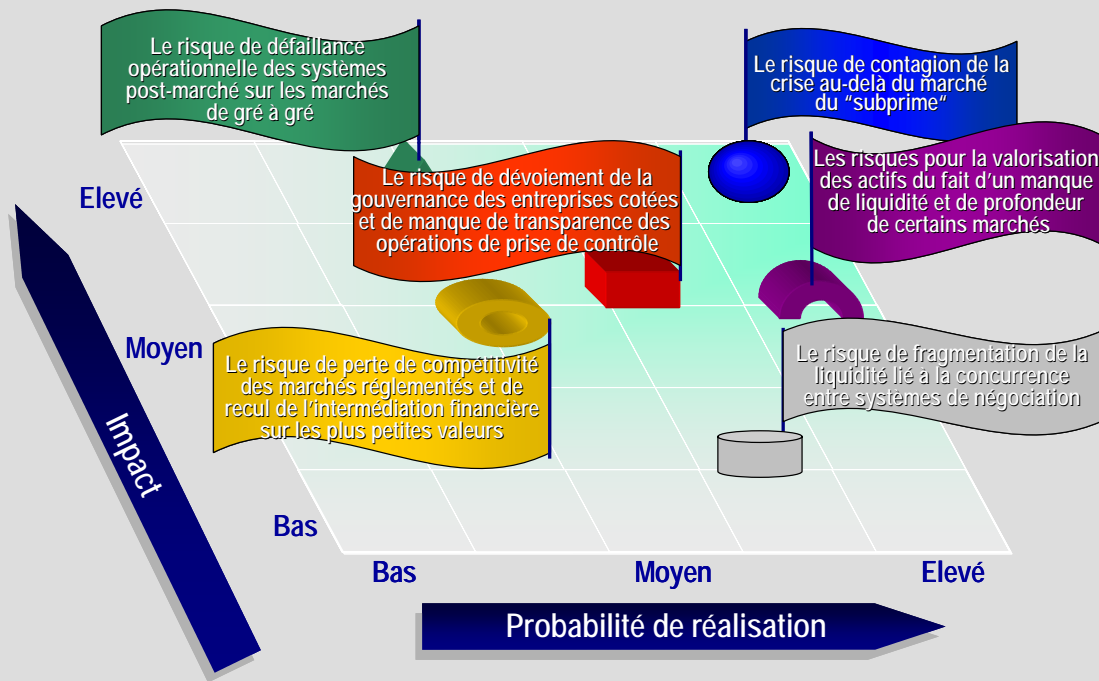
Le risque de fragmentation de la liquidité liée à la concurrence entre systèmes de négociation

L'entrée en vigueur en Europe de la directive MIF a favorisé la concurrence dans le domaine de la négociation d'actions, mettant en particulier un terme à l'obligation de concentration des ordres en bourse. La concurrence de nouveaux services d'exécution, offerts par des *Alternative Trading Systems* ou par les courtiers eux-mêmes susceptibles d'"internaliser" les ordres, reste à ce stade limitée, un certain nombre d'initiatives annoncées n'étant pas encore pleinement opérationnelles, comme celles de Nasdaq-OMX ou d'un consortium de sept banques d'investissement dénommé Turquoise. Il reste donc à évaluer, en fonction des options stratégiques retenues par chacun des acteurs en présence, dans quelle mesure la multiplication des lieux d'exécution des transactions en bourse se traduira par une fragmentation éventuelle de la liquidité sur certaines catégories de titres.

Le risque de perte de compétitivité des marchés réglementés et de recul de l'intermédiation financière sur les plus petites valeurs

Les marchés d'actions européens ont été marqués en 2007 par la montée en puissance des plateformes de cotation organisées mais non réglementées, à l'image de l'AIM au Royaume Uni ou d'Alternext en France. A l'opposé, l'érosion des cotes des marchés réglementés s'est poursuivie, dans un contexte de renforcement des dispositifs réglementaires consécutif à la transposition des directives du Plan d'action européen pour les services financiers. Les marchés réglementés ont semblé davantage attirer des structures de gestion collective, de type fonds alternatifs ou holdings diversifiées, que des entreprises elles-mêmes. Ces évolutions incitent à souligner le risque de perte de transparence et de sécurité globale des marchés ainsi reconfigurés. Par ailleurs, l'offre d'intermédiation financière sur les petites capitalisations tend à se réduire dans certains pays, faisant courir le risque d'un appauvrissement de la liquidité pour les entreprises petites et moyennes cotées, faute d'un suivi et d'une animation suffisantes.

**SYNTHÈSE DES RISQUES
POUR LES INTERMEDIAIRES, LES SOCIETES COTEES ET
LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS**



L'identification des risques mentionnés conduit à formuler un certain nombre de pistes d'action pour le régulateur :

- le risque de contagion de la crise amène à renforcer les travaux internationaux sur la transparence des marchés primaire et secondaire des instruments de crédit et l'activité de ses acteurs, en particulier les agences de notation ;
- les risques pour la valorisation des actifs sur les marchés illiquides invitent à renforcer la surveillance des opérations de marché, à vérifier le respect chez les intermédiaires des règles de déontologie et de prévention des conflits d'intérêt, et enfin à analyser la qualité des indicateurs de prix utilisés comme référence par l'ensemble des intervenants ;
- le risque de défaillance opérationnelle sur les marchés de gré à gré invite à relancer les travaux entrepris au niveau européen sur les infrastructures de post-marché, en collaboration avec la Banque centrale européenne ;
- les risques d'abus de marché et de dévoiement de l'activisme actionnarial conduisent à renforcer les investigations dans les marchés, notamment à travers un dialogue international sur la question délicate des places off-shore, et à suivre les pratiques de gouvernement d'entreprise et en particulier le fonctionnement des assemblées générales ;
- les risques de fragmentation de la liquidité appellent la mise en place d'indicateurs statistiques spécifiques de suivi des transactions, afin d'observer le jeu des règles de bonne exécution et la place occupée par les nouvelles plateformes de négociation ;
- le risque de perte de compétitivité appelle une poursuite des travaux accomplis en vue de renforcer l'attrait de la cotation pour les entreprises, en particulier petites et moyennes ou étrangères à l'Union Européenne.

**LES TENDANCES DES MARCHES DE
L'EPARGNE INDIVIDUELLE ET COLLECTIVE
ET LES RISQUES POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS**

I - L'épargne des ménages en 2006-2007

1. Les placements s'orientent toujours en majorité vers l'assurance vie et les produits d'épargne bancaire

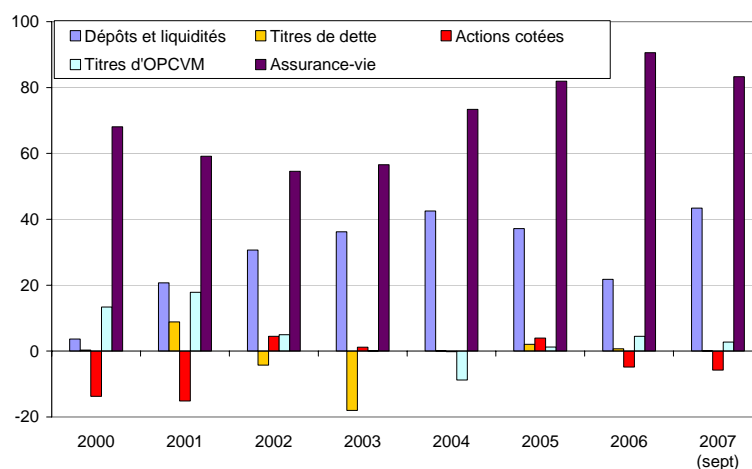
Le succès de l'assurance vie ne se dément pas, en dépit d'un léger essoufflement des flux de placements en 2007 au profit des produits bancaires plus liquides

En 2006, les flux de placements financiers des ménages français ont atteint 113 milliards d'euros (hors actions non cotées), en léger retrait par rapport à l'année précédente, au cours de laquelle ils s'étaient établis à 126 milliards d'euros. Plus de 80 % de ces flux, soit 90 milliards d'euros, se sont portés sur des contrats d'assurance vie, soulignant une fois de plus le rôle central de ce produit financier dans les choix patrimoniaux des ménages français. La décollecte massive observée sur les plans d'épargne logement (PEL) en raison de la modification de leur fiscalité, combinée à un contexte boursier globalement porteur, ont très certainement soutenu l'assurance vie, notamment les contrats libellés en unités de compte, même si sa prééminence au sein du total des placements financiers est un phénomène devenu largement structurel. La part de l'assurance vie dans le total des flux de placements financiers annuels des ménages s'établit ainsi à 73 % en moyenne au cours de la période 2000-2006. Néanmoins, les données disponibles pour l'année 2007 (troisième trimestre) font état d'un essoufflement, quoique modéré, de la collecte de l'assurance vie. Celle-ci ne représente plus que 67 % du total des placements des ménages, alors même que ce flux global s'est inscrit en hausse, atteignant un montant de 124 milliards d'euros à fin septembre 2007 sur une base annuelle.

Loin derrière l'assurance vie, les dépôts bancaires ont constitué en 2006 le deuxième placement privilégié des ménages, avec un montant de l'ordre de 22 milliards d'euros, soit environ 19 % du total des placements. Cependant, à fin septembre 2007, ce pourcentage s'est accru de façon substantielle (43 %), la hausse des taux d'intérêt à court terme ayant en particulier rendu les placements à échéance (dépôts à terme) plus attractifs. Les flux à destination des dépôts à vue ont également sensiblement augmenté malgré la hausse de leur coût d'opportunité, traduisant probablement un certain attentisme de la part des ménages face aux incertitudes prévalant sur les marchés monétaires et financiers.

Le reste des placements s'est concentré sur les titres d'OPCVM (y compris les parts d'OPCVM monétaires). Les achats d'OPCVM (hors contrats d'assurance vie en unités de compte) représentent 4 % du total des flux en 2006 et seulement 2 % au troisième trimestre 2007 sur une base annuelle. Les ménages ont enfin globalement procédé à des cessions d'actions cotées, pour un montant de 4,9 milliards en 2006 et 5,8 milliards sur l'année s'achevant fin septembre 2007, tandis que leurs placements directs en titres de dette sont demeurés marginaux (moins de 1 % du flux global).

Graphique 25 : placements financiers des ménages en France
(flux cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)

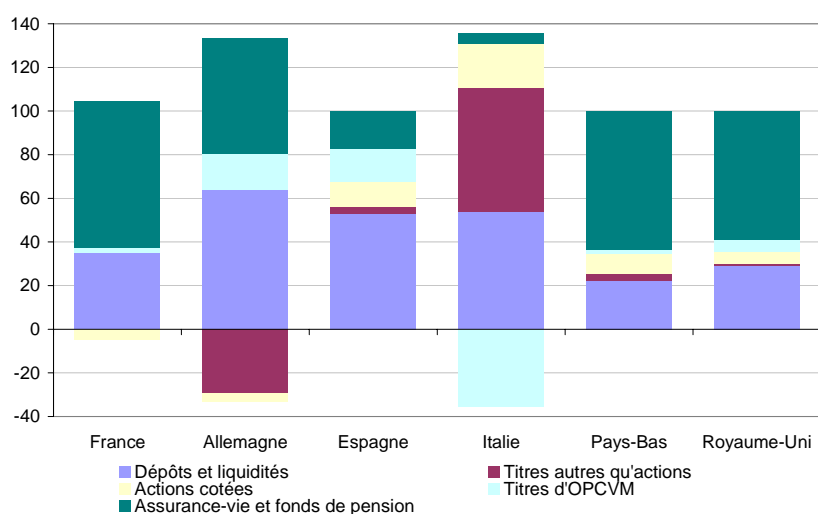


Source : Banque de France

En comparant la structure des placements financiers effectués par les ménages français à celle prévalant dans les principaux pays européens au cours des derniers semestres, on peut distinguer deux grandes catégories de pays :

- ceux où les flux de placements à destination des contrats d'assurance vie et des fonds de pension (quand ils existent) sont prépondérants au sein du total des investissements financiers. C'est également le cas des Pays-Bas, du Royaume-Uni et dans une moindre mesure de l'Allemagne ;
- ceux où le poids des placements bancaires est encore très élevé et où le marché de l'assurance vie et des fonds de pension n'a pas atteint la maturité. C'est le cas de l'Espagne et de l'Italie.

Graphique 26 : structure des flux de placements financiers annuels des ménages dans les principaux pays européens à fin septembre 2007(*)
(flux cumulés sur quatre trimestres, en %)



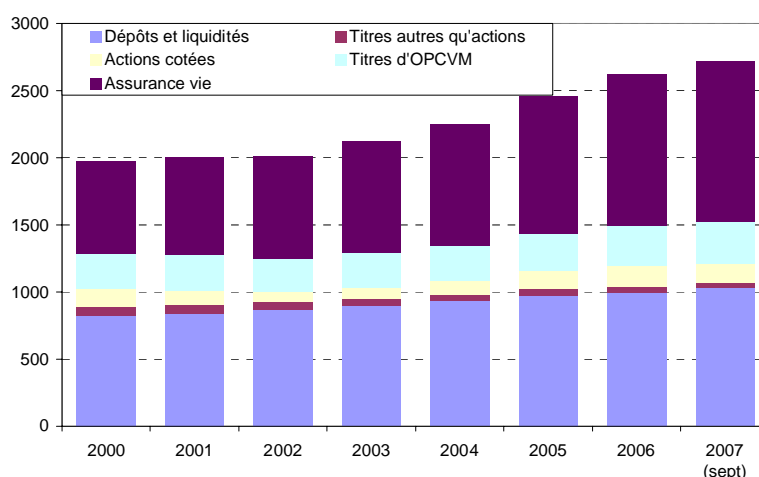
Sources : Banques centrales nationales, OCDE pour les Pays-Bas
(*) Chiffres à fin décembre 2006 pour les Pays-Bas

Il convient de remarquer que la part des flux de placements à destination de l'assurance vie dans le total des placements financiers des ménages français est à peu près identique à ce que l'on observe au Royaume-Uni et aux Pays-Bas pour l'ensemble « assurance vie et fonds de pension », autrement dit des pays où les choix sociaux confèrent une large place à la retraite par capitalisation.

Les encours demeurent également très concentrés en contrats d'assurance vie et en dépôts bancaires

L'analyse du patrimoine financier (l'encours total des actifs financiers à l'exclusion des actions non cotées) des ménages français confirme les grandes tendances observées pour les flux. Devenue majoritaire en 2004, l'assurance vie voit sa part progresser pour s'établir à 43 % du total à fin décembre 2006. Les placements bancaires représentent encore 38% du patrimoine financier, loin devant la détention en direct de titres d'OPCVM (11,5%), d'actions cotées (6%) et enfin de titres de dette (1,7%). La répartition à fin septembre 2007 apparaît assez largement similaire.

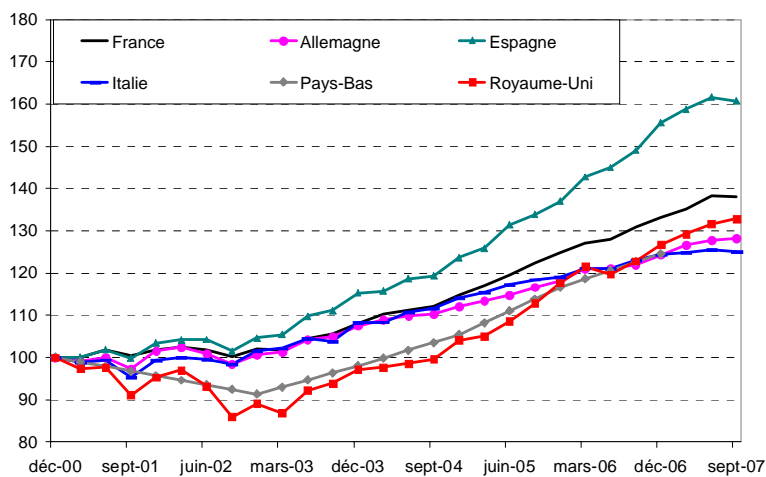
Graphique 27 : patrimoine financier des ménages français à fin septembre 2007 (encours en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Au total, le patrimoine financier des ménages français a atteint plus de 2700 milliards d'euros à fin septembre 2007, en hausse de 38% par rapport à 2000. Ce niveau de progression se situe dans la moyenne des principaux pays européens (cf. graphique 28 ci-après).

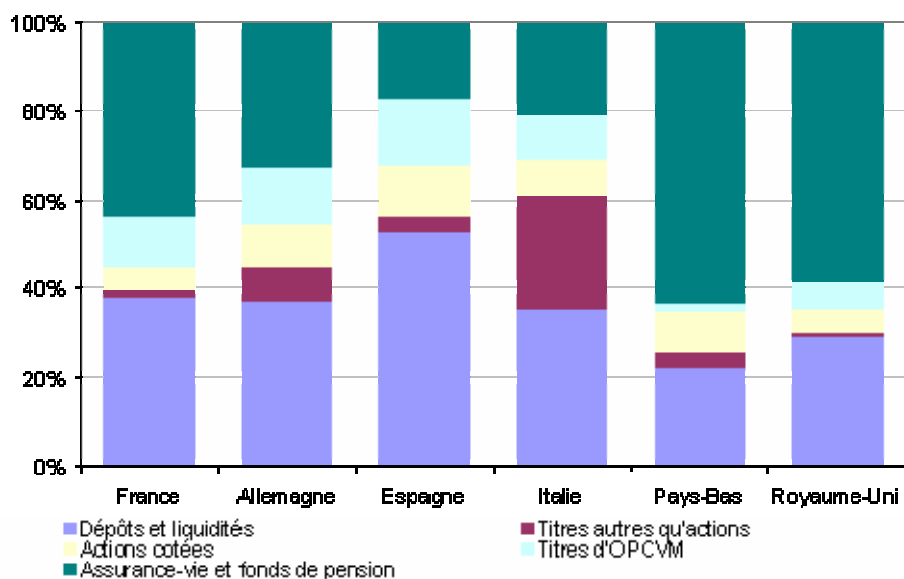
Graphique 28 : évolution du patrimoine financier des ménages dans les principaux pays européens
(décembre 2000 = base 100)



Sources : Banques centrales nationales, OCDE pour les Pays-Bas
(*) Chiffres à fin décembre 2006 pour les Pays-Bas

La comparaison de la structure du patrimoine financier des ménages français avec celle de leurs homologues des principaux pays européens montre que la France occupe une position intermédiaire entre d'un côté, l'Espagne et, dans une moindre mesure l'Allemagne et l'Italie, et de l'autre le Royaume-Uni et les Pays-Bas. En effet, le patrimoine financier des ménages français se caractérise par une proportion toujours significative de placements bancaires, à l'instar ce qui est observé en Italie et en Espagne, reflétant le rôle encore significatif de l'intermédiation bancaire traditionnelle. Toutefois, simultanément, le poids des contrats d'assurance vie dans le total des actifs financiers des ménages français les rapproche de leurs homologues britanniques et néerlandais, pays où à l'inverse la part des dépôts bancaires est très faible et où les systèmes de retraite mis en place expliquent l'importance des placements à destination des fonds de pension.

Graphique 29 : structure du patrimoine financier des ménages dans les principaux pays européens en septembre 2007 (en %)



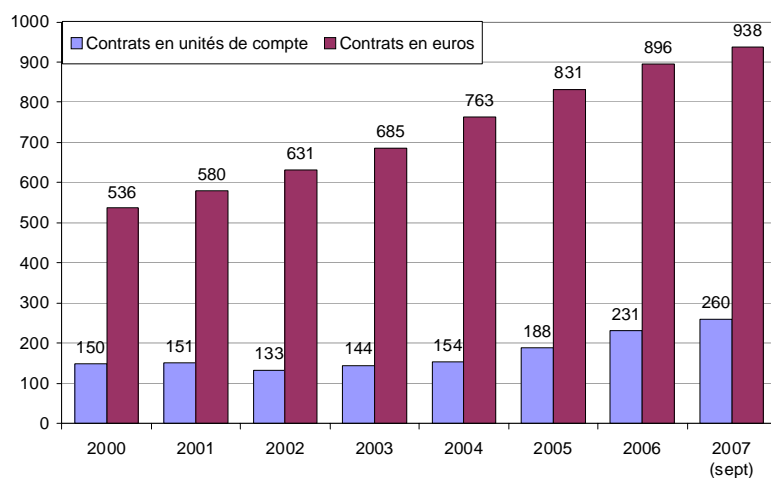
Sources : Banques centrales nationales, OCDE pour les Pays-Bas
 (*) Chiffres à fin décembre 2006 pour les Pays-Bas

2. Le poids de la gestion collective demeure globalement élevé au sein des placements financiers des ménages

Les contrats d'assurance vie en unités de compte ont retrouvé les faveurs des épargnants en 2007, suite au rebond des marchés depuis 2004

Bien que les contrats en euros demeurent largement majoritaires au sein des placements en assurance vie des ménages français, les contrats libellés en unités de compte gagnent du terrain. A fin 2007, ils représentaient ainsi presque un quart (22,7%) de l'encours des contrats d'assurance vie détenus par les ménages, et quasiment un tiers (31,2%) de leurs flux annuels totaux à destination de l'assurance vie.

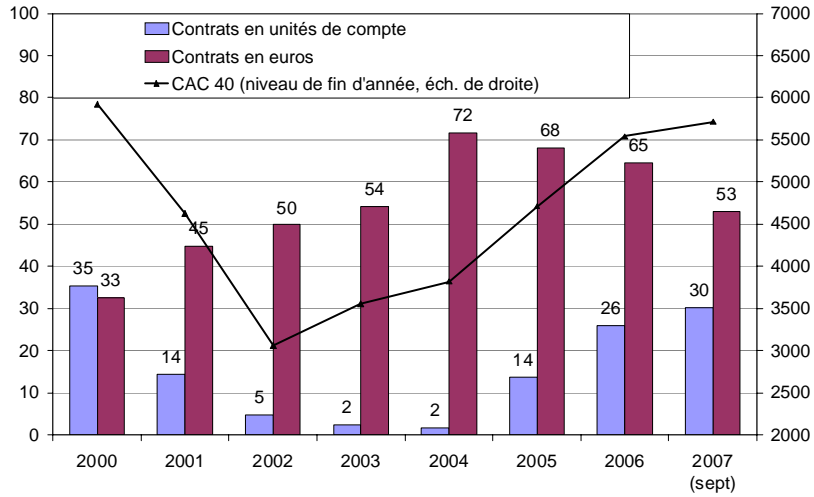
Graphique 30 : Encours respectifs des contrats en euros et en unités de compte détenus par les ménages français à fin septembre 2007 (en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Ces produits ont connu une évolution contrastée au cours des dernières années, caractérisés par la procyclicité des flux. Au plus fort de l'euphorie boursière de la fin des années 1990, ils ont attiré de nombreux ménages grâce aux espoirs de surperformance que leur fort contenu en actions autorisait, comparativement aux contrats libellés en euros dont les rendements s'effritaient. Le début de la décennie 2000 a au contraire été marqué par un recul de ces supports en lien avec le recul des marchés boursiers, les ménages français revenant alors aux contrats en euros, plus sûrs. La crise passée, la bonne tenue des marchés d'actions à partir de 2004 a de nouveau rendu les supports libellés en unités de compte plus attractifs. En outre, les dispositions de l'amendement Fourgous entrées en vigueur fin 2005, permettant de transformer un contrat mono-support en euros en un contrat multi-supports investi tout ou partie en unités de compte sans pour autant supporter les conséquences fiscales d'un dénouement, ont très certainement aussi contribué au développement de ces produits en fin de période. On peut noter à cet égard que la hausse la plus importante des flux à destination des contrats en unités de compte a eu lieu en 2006, année où la valeur des indices boursiers a culminé et où simultanément les ménages ont pu profiter des dispositions dudit amendement. Leur comportement procyclique s'agissant des achats d'actions doit ainsi être à nouveau souligné.

Graphique 31 : flux de placements annuels sur les contrats en euros et en unités de compte détenus par les ménages français à fin septembre 2007
(en milliards d'euros)

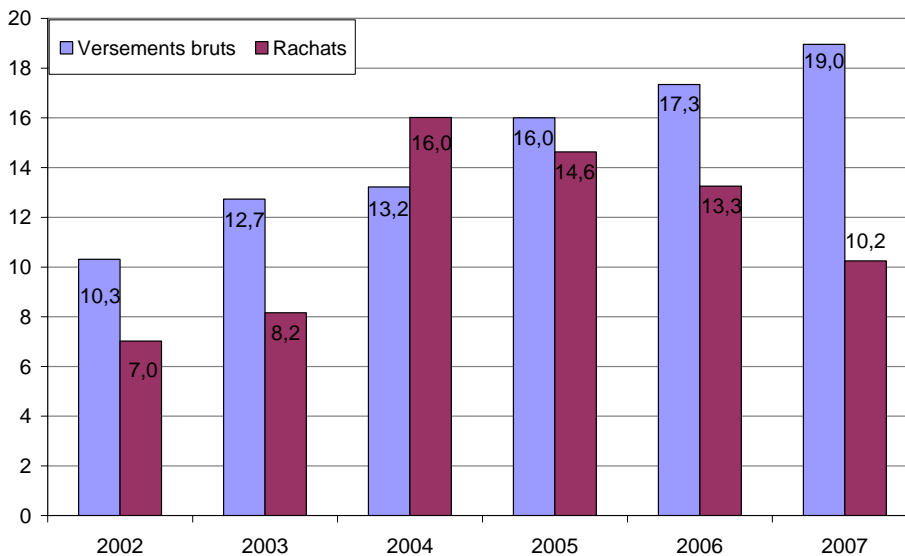


Source : Banque de France et Thomson financial

L'épargne salariale s'est renforcée en 2006-2007, mais demeure encore marginale au sein du patrimoine financier des ménages

Alors que les années 2004-2005 ont été marquées par de très faibles placements nets à destination des FCPE de la part des ménages (1,3 milliards d'euros en 2005), voire des rachats nets (presque - 3 milliards en 2004), la tendance s'est inversée en 2006-2007, puisque les souscriptions nettes de parts de FCPE ont atteint 4 milliards d'euros en 2006 et 8,7 milliards en 2007.

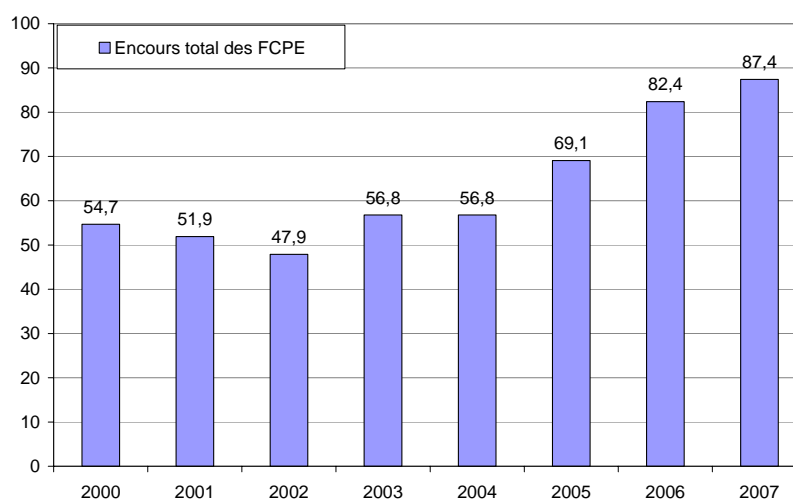
Graphique 32 : souscriptions et rachats de parts de FCPE
(en milliards d'euros)



Source : AMF

Fort de cette collecte nette et de la bonne tenue des marchés boursiers, l'encours total d'épargne salariale sous forme de parts de FCPE s'est établi à 87,4 milliards d'euros à fin 2007, se rapprochant du seuil symbolique des 100 milliards d'euros. Compte tenu des nombreux avantages, notamment fiscaux, qui sont associés à la détention des différents produits d'épargne salariale (plans d'épargne entreprise, plans d'épargne inter-entreprises, PERCO) ainsi que des craintes grandissantes face à la pérennité du système de retraite par répartition, cette tendance devrait logiquement se renforcer dans les années à venir. Cependant, jusqu'à présent, ce type de placements n'était pas réellement perçu par les ménages français comme un moyen d'accumulation financière à long terme, notamment par comparaison avec les caractéristiques de l'assurance vie (sortie en rente ou en capital, avantages en termes de succession...), et du fait de politiques de débloquages anticipés sur les formules non dédiées à la préparation de la retraite.

Graphique 33 : Encours des FCPE
(en milliards d'euros)

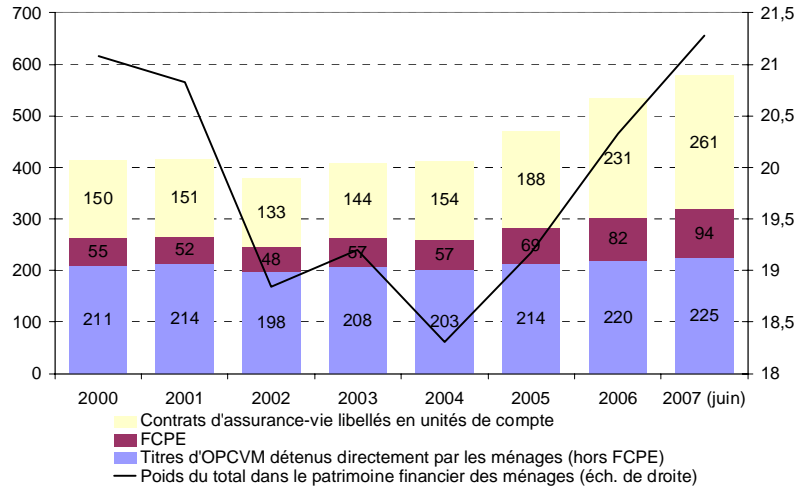


Source : AMF

La détention directe et indirecte de titres d'OPCVM représente désormais plus de 20% du patrimoine financier des ménages français.

Fort de la croissance significative des contrats d'assurance vie libellés en unités de compte et, dans une moindre mesure, de la progression de l'épargne salariale, la gestion collective appréhendée au sens large occupe une place croissante dans les patrimoines financiers des ménages français, contrairement à ce que suggère la stagnation de la seule détention directe de titres d'OPCVM. Ainsi, lorsqu'on ajoute aux titres d'OPCVM détenus directement ceux détenus via les contrats d'assurance vie libellés en unités de compte et les parts de FCPE, le poids de la gestion collective dans le patrimoine financier des ménages français atteint 22% au premier semestre 2007, soit un encours de presque 580 milliards d'euros. Il est à noter que l'assurance vie est devenu le principal mode de détention de parts d'OPCVM par les ménages en 2006.

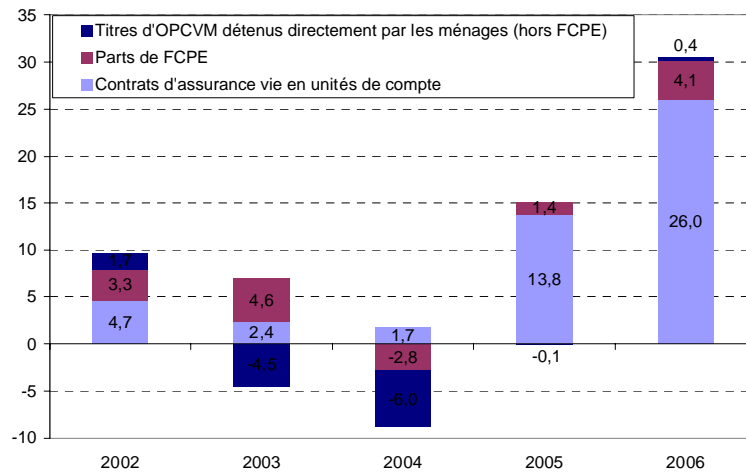
Graphique 34 : Encours des placements financiers relevant de la gestion collective (OPCVM) et poids dans le patrimoine financier des ménages
(encours en milliards d'euros et poids en %)



Source : AMF, FFSA et Banque de France

Ce poids global est naturellement sensible aux effets de valorisation, mais il bénéficie également d'une dynamique positive sur les flux. Les placements nets des ménages français à destination des produits de gestion collective détenus de façon directe et indirecte se sont en effet établis à 30,5 milliards d'euros à fin décembre 2006, soit 27,1% du total des placements financiers, et 33 milliards d'euros à fin septembre 2007, soit 26,7 %.

Graphique 35 : Flux de placements financiers relevant de la gestion collective
(flux annuels en milliards d'euros)

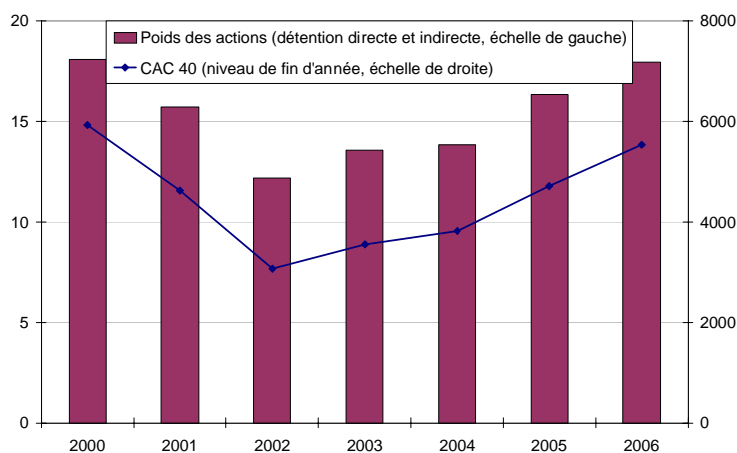


Source : AMF, FFSA et Banque de France

3. La détention globale d'actions a progressé au sein des patrimoines financiers, au rythme de la reprise des marchés

La détention directe d'actions cotées par les ménages n'est pas représentative de l'importance réelle de ce type d'actifs au sein des patrimoines financiers. En effet, ces derniers sont également investis dans les marchés d'actions cotées de façon indirecte *via* d'autres canaux d'investissements comme les parts d'OPCVM, de FCPE, et l'assurance vie au travers des contrats libellés en unités de compte. Ce faisant, à partir notamment des statistiques relatives à la composition des différentes catégories d'OPCVM, nous avons estimé l'encours des actions détenues par les ménages de façon directe et indirecte à environ 480 milliards d'euros à fin décembre 2006, soit 18 % de leur patrimoine financier, un poids identique à celui atteint en 2000, juste avant le retournement des marchés boursiers. On peut noter que cette proportion a fortement varié depuis 2000, suivant presque exactement l'évolution des cours boursiers. Ceci confirme la relative passivité des ménages, qui laisse la structure de leur patrimoine se déformer au gré des effets de valorisation. Par ailleurs, ce mouvement a certainement été alimenté par le caractère procyclique des flux de placement des ménages en direction des actions, comme en témoigne la collecte sur les contrats d'assurance vie en unités de compte (cf. *supra*).

Graphique 36 : Part des actions détenues de façon directe et indirecte dans le patrimoine financier des ménages français (poids en %)

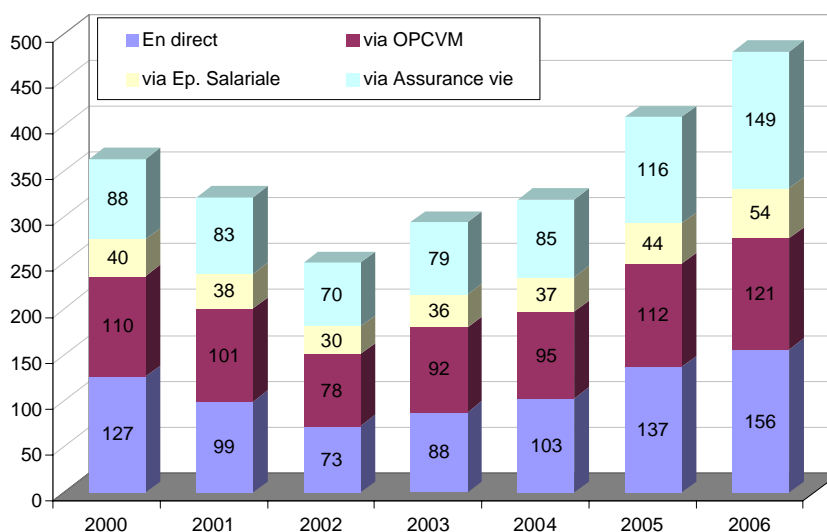


Source : AFG, AMF, Banque de France et FFSA

Pour l'année 2006, cette détention globale d'actions peut être décomposée comme suit :

- 149 milliards d'euros détenus via les supports en unités de compte des contrats d'assurance vie ;
- 121 milliards d'euros à partir de la détention directe de parts d'OPCVM ;
- 54 milliards d'euros via les FCPE ;
- 156 milliards d'euros d'actions cotées détenues de façon directe.

Graphique 37 : Montant des actions détenues au travers des différents canaux d'investissement
(en milliards d'euros)



Source : AFG, AMF, Banque de France et FFSA

Autrement dit, est ici mis en avant le développement des nouvelles formes d'intermédiation dans la détention d'actions. Au sein du total des actions détenues par les ménages via les différents canaux d'investissement³⁴, la part des actions transitant par les contrats d'assurance vie libellés en unités de compte a atteint 31 % fin 2006, en hausse de 6,8 points par rapport à 2000. La proportion des actions détenues via l'épargne salariale progresse également, quoique de manière moins prononcée, atteignant 11,3 % contre 10,9 % en 2000. A l'inverse, celles détenues au travers des parts d'OPCVM acquises de façon directe ont vu leur poids diminuer de 4,9 points, s'établissant à 25,2 % à fin décembre 2006. Globalement, les ménages tendent à privilégier la détention intermédiée, puisque la détention directe recule de 2,3 points, passant de 34,8 % en 2000 à 32,5 % en 2006. La pleine responsabilité dans la gestion des portefeuilles d'actions n'est ainsi assumée que pour un tiers du stock global.

4. Le risque en capital du portefeuille d'actifs financiers des ménages français demeure au total relativement faible

La profonde restructuration du patrimoine financier des ménages français au cours du dernier quart de siècle n'est a priori pas sans incidence sur leur exposition au risque en capital. Son estimation est rendue complexe par le développement de l'intermédiation multiple (typiquement un placement en assurance vie investi en titres d'OPCVM). A partir de la décomposition de cette chaîne d'intermédiation, nous présentons ici une estimation simple de l'exposition effective au risque en capital depuis 2000. Le tableau ci-après présente tout d'abord une classification des actifs financiers détenus par les ménages français en fonction de leur degré de risque³⁵. Ce risque s'élève avec le niveau de l'indice, la classe de risque 1 correspondant aux actifs sans risque ou faiblement risqués. Les titres d'OPCVM sont répertoriés à travers leurs différents canaux de distribution (directement ou à travers l'épargne salariale ou l'assurance vie).

³⁴ Le montant des actions détenues par les ménages via les OPCVM, l'épargne salariale, l'assurance vie a été en partie calculé au moyen d'estimations.

³⁵ Les classes de risque ainsi établies reposent sur une décomposition des grandes catégories d'actifs financiers qui est usuelle au sein du monde académique. Elles n'ont en aucun cas vocation à incarner la position officielle de l'AMF concernant la mise en place d'une nomenclature des risques financiers, en particulier s'agissant des différents types d'OPCVM.

Tableau 10 : Définition des classes de risque	
Actifs de risque 1	<ul style="list-style-type: none"> - Monnaie fiduciaire - Epargne bancaire (dépôts à vue, livrets, dépôts à terme, PEL, PEP) - OPCVM monétaires (via l'ensemble des canaux de distribution) - TCN détenus directement - Contrats d'assurance vie en euros
Actifs de risque 2	<ul style="list-style-type: none"> - Obligations détenues directement - OPCVM obligataires (via l'ensemble des canaux de distribution) - OPCVM garantis ou à formule (via l'ensemble des canaux de distribution)
Actifs de risque 3	<ul style="list-style-type: none"> - OPCVM actions - OPCVM diversifiés et alternatifs (via l'ensemble des canaux de distribution)
Actifs de risque 4*	<ul style="list-style-type: none"> - Actions cotées (y compris celles détenues en direct dans le cadre de l'épargne salariale)
<p><i>* Le positionnement des actions dans une classe de risque plus élevée que celle des OPCVM actions se justifie par les erreurs d'allocation et notamment la sous-diversification des portefeuilles (Séjourné, Cahiers Scientifique de l'AMF n°1, 2006).</i></p>	

En répartissant les différents placements des ménages (mesurés en encours) selon la grille ainsi définie, on obtient les résultats suivants :

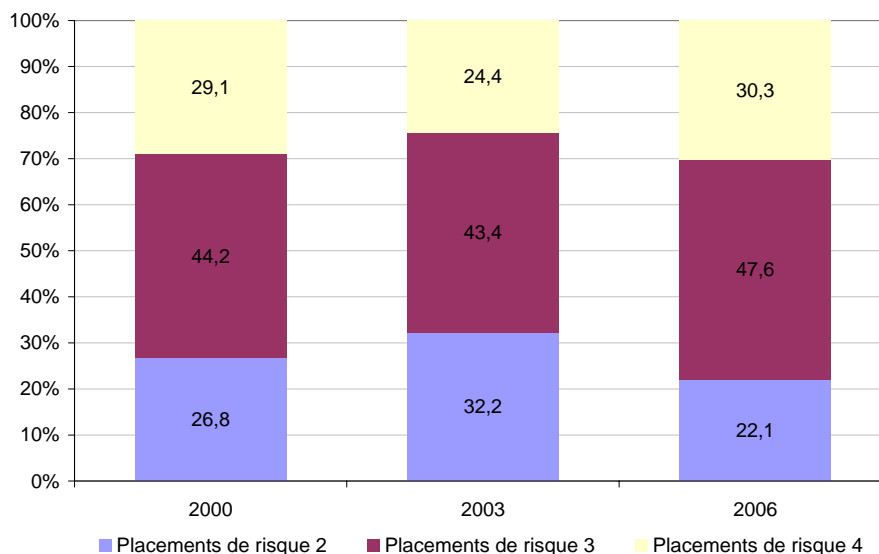
Tableau 11 : Part des placements financiers selon leur classe de risque au sein du patrimoine financier des ménages (en %)			
	2000	2003	2006
Risque 1	72,1	77,7	75,0
Risque 2	7,5	7,2	5,5
Risque 3	12,3	9,7	11,9
Risque 4	8,1	5,4	7,6
<i>Sources : AFG, AMF, Banque de France et FFSA</i>			

Le patrimoine financier des ménages est composé aux trois quarts d'actifs ne présentant aucun risque en capital (75 % en 2006). La proportion des placements inclus dans la catégorie « risque 1 » s'est même renforcée entre 2000 et 2006, avec un pic à quasiment 78 % en 2003 coïncidant avec le point bas du cycle boursier. Il s'agit ici un signal fort du maintien à un niveau élevé des aversions pour le risque et pour la perte. Pour autant, cela ne signifie pas que le patrimoine financier des ménages est composé aux trois quarts d'actifs liquides. En effet, cette classe de risque 1 est constituée pour une large part de contrats d'assurance vie en euros (45 % de cette classe de risque) et de dépôts bancaires peu liquides (le poids global des PEL, PEP et dépôts à terme supérieurs à deux ans s'élevant ainsi à 15 %). Le développement de l'épargne longue, plus adaptée à des problématiques de type prévoyance (épargne retraite) ne semble pas avoir pour corollaire une prise de risque supplémentaire.

Parmi les catégories d'actifs risqués, seule celle de niveau 3 dépasse le seuil des 10 % du total du patrimoine financier des ménages, tandis que les actifs les plus risqués (actions cotées détenues de façon directe, y compris dans le cadre de l'épargne salariale) représentent moins de 8 % du patrimoine financier à fin 2006. Au total on constate que la seule catégorie d'actifs dont le poids a augmenté au sein du patrimoine financier des ménages entre 2000 et 2006 est celle de risque 1, toutes les autres ayant vu leur part diminuer.

Si l'on restreint à présent l'analyse aux seuls placements risqués, c'est-à-dire aux actifs relevant des catégories de risque 2, 3 et 4 précédemment définies, on constate que les ménages français privilégient les produits financiers dont le niveau de risque est intermédiaire au sein de la grille définie (risque 3), soit les parts d'OPCVM actions, diversifiés et alternatifs, tous canaux de distribution confondus. Particulièrement prisés par les détenteurs de contrats d'assurance vie en unités de compte, ces instruments représentent en effet presque 48 % de l'encours total des actifs financiers risqués détenus par les ménages à fin décembre 2006 (cf. graphique 22 ci-dessous). Cette proportion s'est accrue par rapport à 2000 (+ 3,5 points), comme dans une moindre mesure celle des placements de risque 4 incluant les actions détenues en direct (+1,2 points). En revanche, les obligations et les parts d'OPCVM obligataires et garantis inclus dans la catégorie de risque 2 ont vu leur poids diminuer assez nettement au sein du total des actifs risqués détenus par les ménages (- 4,3 points entre 2000 et 2006). Autrement dit, pour leurs placements à long terme en valeurs mobilières, les ménages français ont montré ces dernières années une légère déformation de leurs préférences, au bénéfice des classes d'actifs les plus risqués, à savoir ceux exposés aux variations des marchés boursiers. Comme nous l'avons vu, cette tendance n'est toutefois pas allée jusqu'à une remise en cause d'une orientation globalement très favorable aux actifs non risqués.

Graphique 38 : Poids des actifs selon leur degré de risque au sein de l'ensemble des actifs financiers risqués détenus par les ménages français
(en %)



Source : AMF, FFSA et Banque de France

II - La gestion collective

1. La crise financière a entraîné une décollecte significative des OPCVM monétaires dynamiques

Les évolutions de marché de l'année 2007, et plus particulièrement la crise généralisée du marché de la titrisation au second semestre, ont eu des effets significatifs sur les principaux acteurs du marché de la gestion collective français. On observe en premier lieu des effets directs de la crise sur des fonds de gestion collective largement exposés aux instruments de dette titrisée ou structurée, à l'image des OPCVM qualifiés de "monétaires dynamiques"³⁶. La catégorie correspondante³⁷, "*Money Market EUR Leveraged*"³⁸, dans les bases de données commerciales fait ainsi ressortir qu'en France, près d'un dixième des 227 fonds relevant de cette appellation et domiciliés en France a enregistré des chutes d'encours sous gestion supérieures à 75% dans les six mois s'achevant à fin janvier 2008. De fait, les difficultés rencontrées au cours de l'été par certains promoteurs pour assurer la liquidité de fonds de ce type se sont traduites, au terme d'une large médiatisation, par l'anticipation d'effets prolongés de la crise. La décollecte qui s'en est suivie a significativement amplifié les effets de valorisation affectant les encours de cette catégorie de fonds, au point d'imposer dans certains cas la suspension des souscriptions-rachats par les investisseurs d'OPCVM.

L'extension des impacts de la crise a également eu des effets sur des catégories de produits a priori moins exposées, de par leur profil affiché, au risque de la dette titrisée, mais que la recherche d'amélioration de la performance dans un contexte de faiblesse des rendements à taux fixe avait pourtant assez généralement conduit à acquérir des expositions de cette nature. Ainsi, les OPCVM « *absolute return* », une catégorie de fonds relativement récente et assez spécifiquement destinée à une clientèle institutionnelle, n'ont de ce fait, sauf exception, pas atteint leurs objectifs de performance annuels pour l'année 2007³⁹. Le phénomène de décollecte massive qui en est résulté, a été assez général en Europe. En France, les encours gérés par cette catégorie d'OPCVM⁴⁰ ont été divisés par plus de deux depuis fin juillet 2007, pour atteindre quelques 16,6 milliards d'euros à fin janvier 2008⁴¹.

Des fonds monétaires au sens strict, catégorie de fonds principalement populaire auprès des trésoriers d'entreprise et des investisseurs institutionnels mais aussi du public, ont pu également être affectés par la crise financière. L'affichage par certains de rendements de court terme négatifs à partir d'août a révélé le recours par un certain nombre de fonds à des techniques d'amélioration des rendements, au travers d'une exposition à divers types de titres de dette à moyen terme. Ce mouvement n'a pas cependant été général, comme en attestent les performances globales des fonds de "Trésorerie régulière" pour l'année 2007 (3,84% selon Europerformance). Une certaine désaffection a cependant pu être enregistrée pour cette catégorie de fonds, qui s'est traduite par un montant de décollecte agrégé d'environ 7,5 milliards d'euros pour l'ensemble de 2007, un montant par ailleurs plus que compensé par la capitalisation des revenus de ces fonds.

³⁶ Ce type de fonds ne correspond en réalité que rarement à des fonds catégorisés par l'AMF comme monétaires.

³⁷ Lipper.

³⁸ Fininfo Europerformance recourt à la notion de fonds de "Trésorerie Dynamique" ou "Trésorerie Dynamique Plus".

³⁹ Voir, par exemple, *Financial Times* du 14/01/08 "Absolute return funds struggling but surviving".

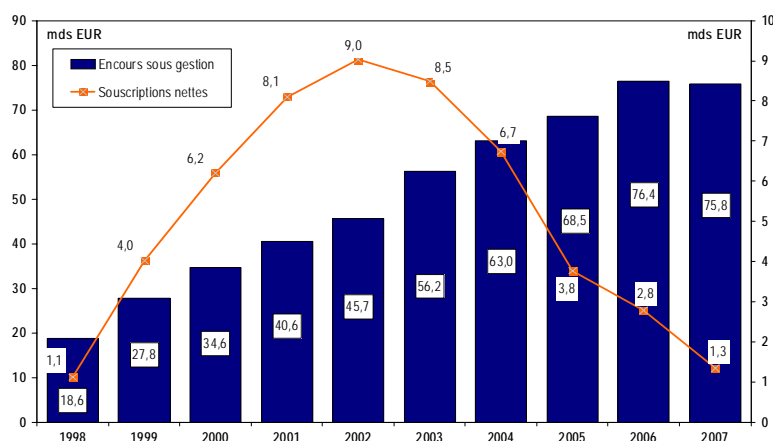
⁴⁰ tels que mesurés par la base Lipper Hindsight.

⁴¹ Observons en outre ici que deux fonds concentrent plus de la moitié des encours.

Par ailleurs, l'extension de la crise aux marchés d'actions s'est traduite par une accélération de la décollecte des fonds actions, qui, si elle était observée depuis le début de l'année en Europe (6,4 milliards d'euros de décollecte au premier semestre 2007 selon l'EFAMA⁴²), n'avait, jusqu'au troisième trimestre 2007, pas significativement affecté la France. Cette décollecte traduit notamment les performances négatives des OPCVM investis en actions de secteurs comme la finance ou de zones comme l'Amérique du Nord et le Japon. Elle n'a cependant pas touché tous les segments de marché de façon homogène. Les actions du secteur des matières premières et métaux précieux et des pays émergents, ont continué, par exemple, à bénéficier de l'engouement des investisseurs.

Les fonds garantis et à formule n'ont pas pour autant bénéficié d'effets d'arbitrage positif, en dépit de conditions de marché de nature à en favoriser la commercialisation et la promotion par des réseaux bancaires. De fait, les encours des fonds offrant une garantie en capital totale (soit quelques neuf dixièmes des fonds à formule) sont restés quasiment stables en 2007, dans un contexte de collecte nette quasi-nulle (graphique 39).

Graphique 39 : OPCVM garantis ou à formule domiciliés en France : encours et souscriptions nettes



Source : Europerformance

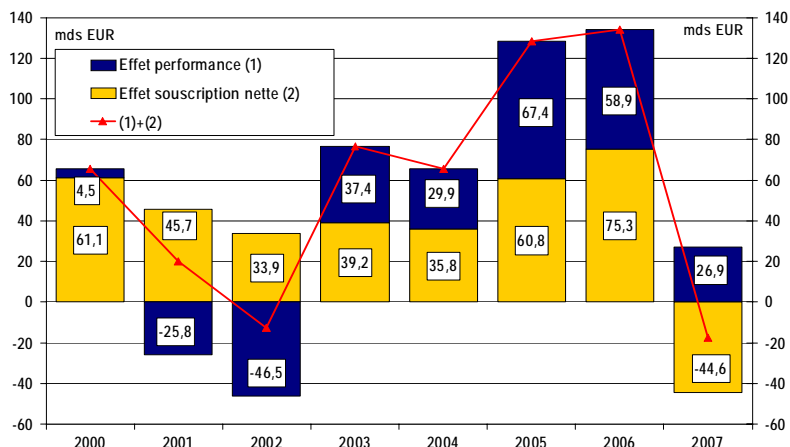
Enfin, d'autres segments de marché ont, de façon largement indépendante des évolutions du marché du crédit, connu des évolutions adverses, en particulier le marché immobilier (les fonds actions immobilières et foncières ont, selon Europerformance, enregistré une performance de -22,3% sur l'année) et, dans une moindre mesure, le marché des actions de petites et moyennes valeurs (-0,5% pour les fonds investis en valeurs françaises). La forte spécialisation de certains acteurs sur ce dernier segment a conduit un acteur français, en janvier 2008, à une recapitalisation pour éviter la liquidation.

Au total, la décroissance des encours des OPCVM français enregistrée en 2007 reste inférieure à celle de 2002 (graphique 40)⁴³. Cependant, alors qu'en 2002 une collecte nette positive avait contribué à compenser les effets de la performance négative, la chute des encours provient en 2007 de la première décollecte nette de la décennie.

⁴² European Fund and Asset Management Association.

⁴³ Les données d'Europerformance ne couvrent pas totalement la population des OPCVM domiciliés en France dont elle exclut notamment les fonds dédiés.

Graphique 40 : OPCVM domiciliés en France : Facteurs des variations d'encours
(effets performance et souscription)



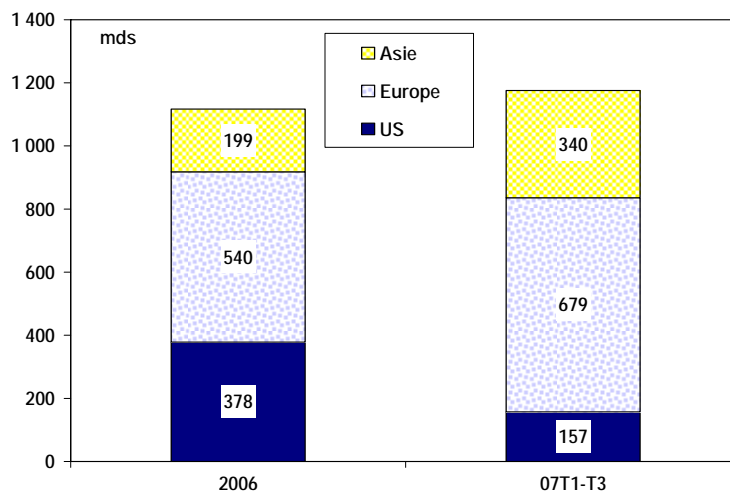
Source : Europerformance

2. Les marchés domestiques d'OPCVM ont été affectés de manière différenciée en Europe et dans le monde

Certains facteurs de différenciation régionale sont notés en Europe. Un contexte boursier particulièrement favorable en Allemagne, où les performances des indices de *blue chips* (+22,3% pour le DAX) ont largement excédé celles d'autres pays européens, s'y est ainsi traduit par des flux de collecte significatifs par les fonds actions, en l'occurrence surtout par des ETF. Pour sa part, le marché britannique semble avoir été affecté plus tardivement que la plupart des pays d'Europe continentale, consécutivement à la faillite de la banque Northern Rock. Enfin, certains pays d'Europe centrale et de l'est bénéficient d'une croissance structurelle de leur marché.

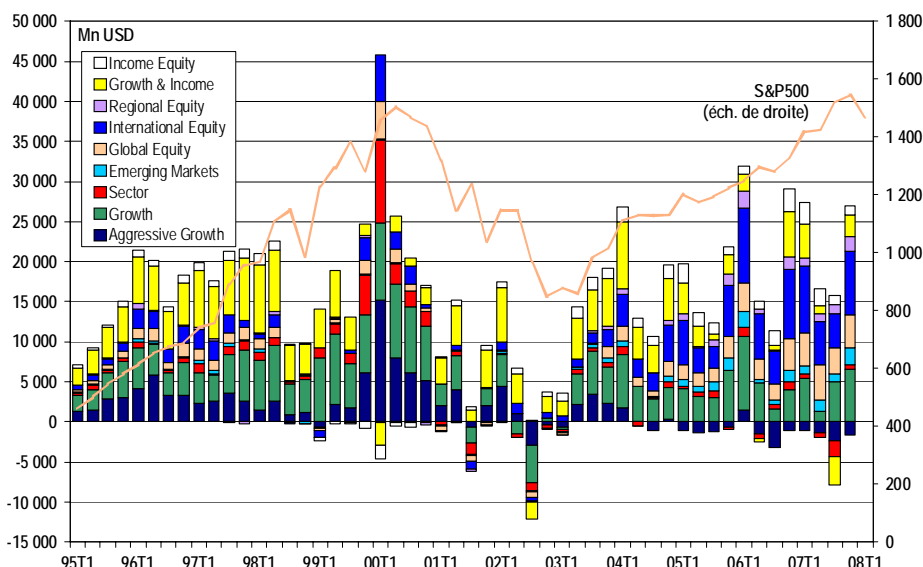
La situation en Europe contraste ainsi à certains égards avec celle observée au-delà de ses frontières. Les marchés émergents en forte croissance, asiatiques en particulier (graphiques 41 et 43), semblent toujours constituer des relais de croissance pour les acteurs internationaux. Par ailleurs, le marché de la gestion collective aux Etats-Unis a été, jusqu'à fin 2007, paradoxalement beaucoup moins affecté par les effets de la crise des *subprime* que le marché européen. En particulier, malgré la correction observée sur les marchés d'actions dès le second semestre, les flux de collecte nette sont restés soutenus jusqu'en fin d'année (graphique 42).

Graphique 41 - Collecte nette des OPCVM par région (milliards de dollars)



Source: Strategic Insight Global

Graphique 42 - Etats-Unis : Collecte nette par les mutual funds actions (cumuls trimestriels, milliards de dollars)

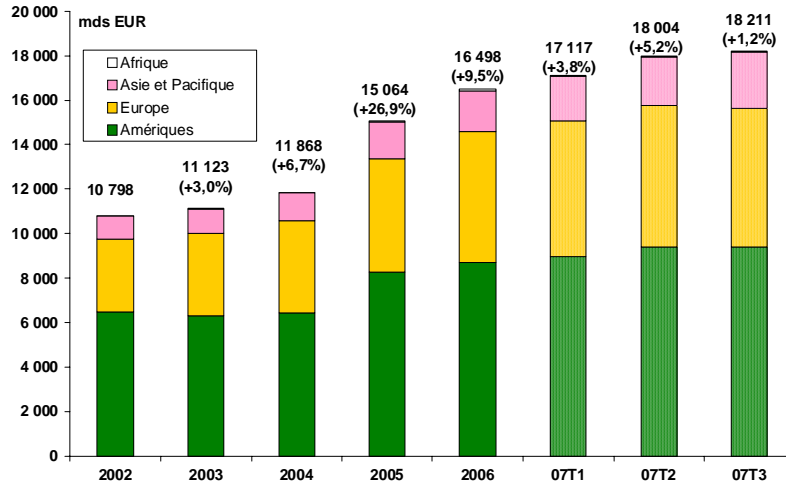


Source: ICI

L'effet sur les encours des flux de décollecte importants observés en Europe reste largement à interpréter. Les flux de décollecte ne sont au total pas sans conséquence sur le positionnement et les stratégies des acteurs, notamment en ce qu'ils traduisent des réallocations d'actifs entre des acteurs différents. Ils appellent cependant à mieux distinguer les effets transitoires de phénomènes de plus long terme.

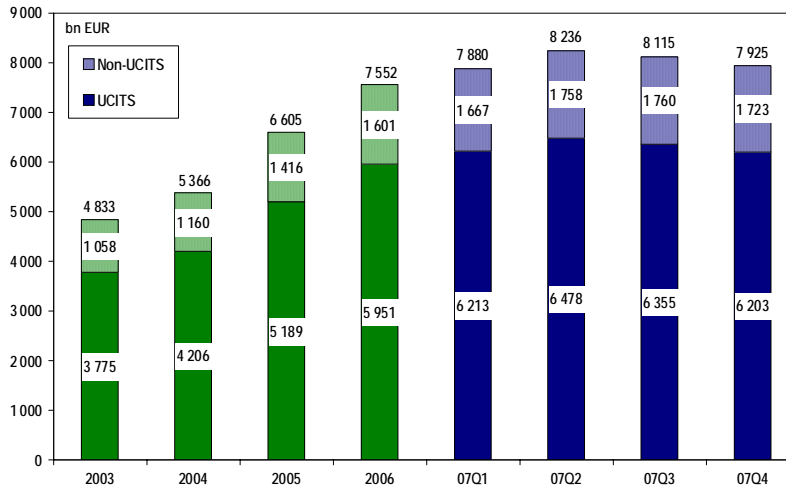
Globalement, malgré des flux de décollecte aux troisième et quatrième trimestre, notamment sur les fonds actions, les encours gérés par les fonds de gestion collective de droit européen (UCITS) ont enregistré en 2007 une croissance de 4,2 %, qui les a portés à 6 203 milliards d'euros (graphique 44). Aussi, et bien que la progression des indices boursiers ait dans l'ensemble été faible (sauf en Allemagne), cette tendance a-t-elle été soutenue par un effet performance faible mais positif pour les fonds actions, et un effet revenu, dans un contexte de progression continue des taux d'intérêt de court terme (graphique 45).

Graphique 43 - Part des différentes zones géographiques dans l'actif net mondial des OPCVM
(en milliards d'euros)



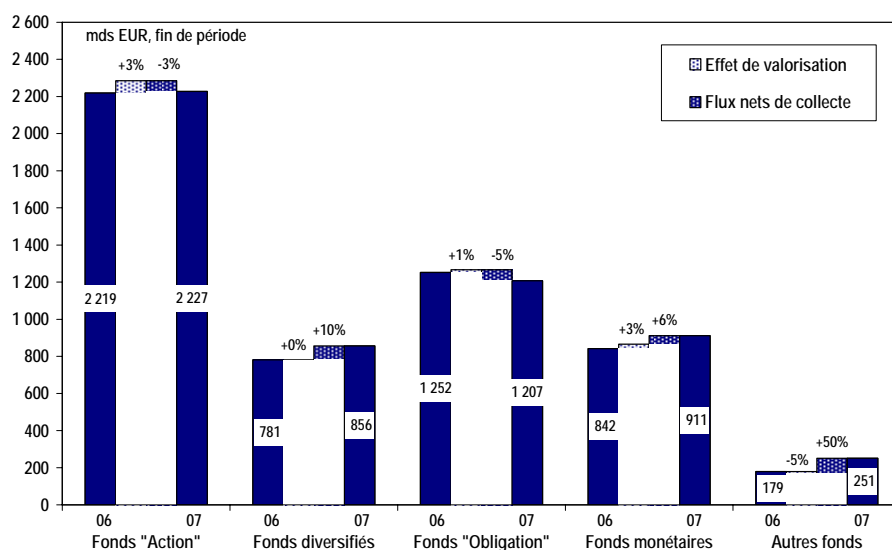
Source : ICI

Graphique 44 - Europe : Actif net des fonds OPCVM de droit européen (UCITS) et de droit national
(milliards d'euros)



Source : EFAMA

Graphique 45 - Europe : sources des variation d'encours des OPCVM de droit européen (UCITS)
(milliards d'euros)



Source : EFAMA, calculs AMF

3. Les fonds non harmonisés ont enregistré une croissance particulièrement rapide quoique diverse

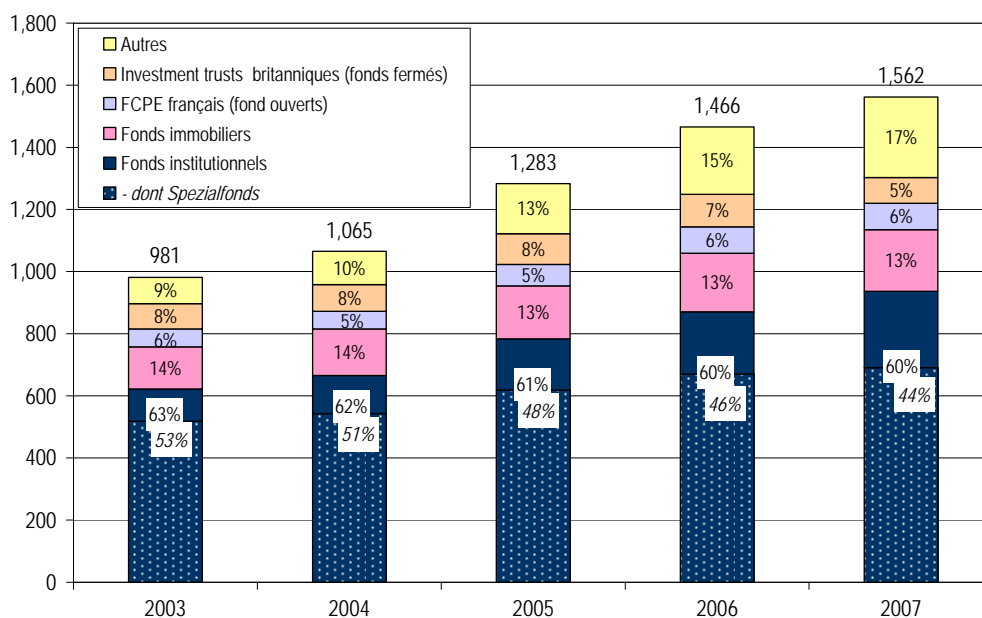
Le développement de l'industrie de la gestion pour compte de tiers s'évalue en effet non seulement à l'aune des encours gérés par les OPCVM coordonnés au plan européen mais aussi à celle des encours de fonds non harmonisés proposés principalement à des investisseurs qualifiés -institutionnels ou particuliers fortunés. Ce phénomène se double par ailleurs d'une forte croissance de la "réintermédiation", par laquelle les actifs gérés par les investisseurs institutionnels (assureurs vie, mutuelles ou fonds de pension) sont eux-mêmes investis dans divers types de produits de gestion (voire dans des fonds de fonds).

Les statistiques européennes sur les OPCVM qui ne possèdent pas le statut de fonds coordonnés ("non-UCITS") permettent d'identifier à fin 2007 certaines tendances fortes (graphique 46). Il apparaît ainsi qu'en rythme annuel, les encours pris en compte ont crû de 6,5 %, soit significativement plus que ceux des UCITS (+4,2%). Deux considérations limitent la portée de ces observations : d'une part la grande hétérogénéité des fonds concernés, en général soumis à des régimes nationaux spécifiques apparentés à ceux des fonds de gestion collective ; d'autre part, le champ couvert par les données européennes, qui ne prend en compte ni les fonds délocalisés ("offshore") comme les *hedge funds*, ni les fonds de *private equity*, en dehors de ceux qui bénéficient d'un régime apparenté à celui des fonds de gestion collective, à l'image des FCPR en France. Une analyse plus précise des sources de la croissance des encours sous gestion⁴⁴, est cependant instructive.

⁴⁴ Il est en outre rare, lorsque des données historisées sur les encours sont disponibles, de pouvoir mesurer spécifiquement les effets résultant de la collecte d'investissements nouveaux de ceux liés à la performance des fonds précédemment investis.

On relève tout d'abord une croissance vigoureuse des **fonds non harmonisés de gestion institutionnelle**. A fin 2007, les fonds institutionnels représentaient 60 % du total des 1 562 milliards d'encours de fonds "non-UCITS" couverts. Cette croissance reflète probablement plus généralement une tendance structurelle des gestions institutionnelles (graphique 47). Elle concerne donc vraisemblablement aussi la gestion sous mandat. A cet égard, les données disponibles pour la France font apparaître que les encours gérés sous mandat représentent près des deux tiers du total des encours d'OPCVM. L'importance de la gestion sous mandat reste cependant difficile à comparer, faute de statistiques pertinentes pour le reste de l'Europe⁴⁵. Du reste, cette catégorie de fonds, probablement du fait d'horizons de gestion plus longs que la moyenne et d'investissement plus "sécuritaires", semble moins sensible aux effets de valorisation qui affectent le marché de la gestion collective dans son ensemble, ce qui la prémunit dans une certaine mesure contre les retournements de conjoncture.

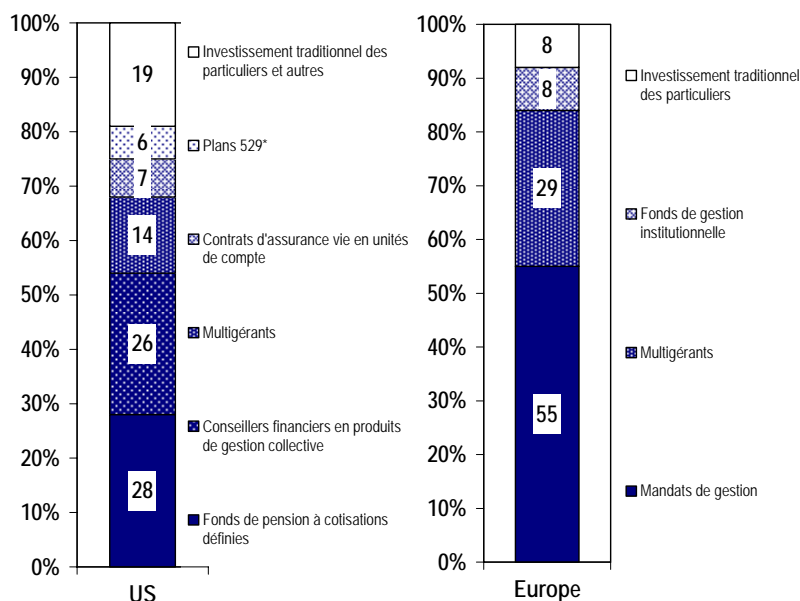
Graphique 46–Europe – Encours des fonds non-UCITS*



* Hors fonds irlandais pour lesquels le détail des sous-catégories de fonds hors UCITS n'est pas fourni.
Source : EFAMA

⁴⁵ Des travaux de l'EFAMA en cours pourraient prochainement informer plus pleinement ce débat.

Graphique 47 - Estimation des flux nets de collecte par type d'enveloppe juridique (2006)



*Les plans 529 favorisent fiscalement la constitution d'une épargne destinée à financer les études supérieures
 Source : Jefferies Putnam Lovell sur la base de Strategic Insight, Cerulli Associates, Investment Company Institute, Lipper FERI, Plan for Life.

On relève ensuite un développement significatif de la **gestion alternative**. Le second principal facteur de croissance des "non-UCITS" est lié en effet au développement de la catégorie des fonds "Autres" (définie par solde) et il semble principalement provenir de la croissance de fonds de gestion alternative domiciliés pour l'essentiel en France (notamment dans les fonds ARIA et FCIMT), au Luxembourg et en Italie (6,8 milliards de collecte en 2007). Pour autant, les encours concernés ne représentent qu'une faible fraction des fonds gérés par l'ensemble de la gestion alternative dès lors que l'on inclut les *hedge funds* enregistrés offshore. Or, à l'échelle mondiale, l'encours des *hedge funds* estimé par *Hedge Fund Research* a bénéficié en 2007 d'une croissance forte, dont atteste la progression de +32,3 % à 1 068 milliards de dollars des encours hors fonds de *hedge funds* (graphique 48)⁴⁶. Une telle progression, compte tenu d'une performance annuelle estimée entre 5 et 10 %⁴⁷, reflète sans nul doute la persistance de flux de collecte nette positifs. Géographiquement, la dynamique de ces flux semble se situer surtout en Europe et en Asie. En effet, les encours qui y sont gérés restent faibles par rapport à ceux des Etats-Unis, et croîtraient de 40 % par an^{48,49}.

D'un point de vue conjoncturel, l'impact de la crise de liquidité sur les *hedge funds* reste difficile à analyser compte tenu de leur grande hétérogénéité, que ce soit en termes de stratégies d'investissement (et, donc, d'actifs investis⁵⁰) ou en termes de taille (deux cents fonds concentrent quelques 75 % des encours, les dix

⁴⁶ 1 730 milliards de dollars selon Lipper Tass, 2.680 selon HedgeFund.net.

⁴⁷ Les mesures de performance agrégée sont susceptibles d'être biaisées par la méthode de pondération des stratégies ou la faible représentativité des échantillons. Les indicateurs observés varient de +4,2% pour le HFR Global Hedge Fund index à +11,6 % pour le Hennessee Hedge Fund Index.

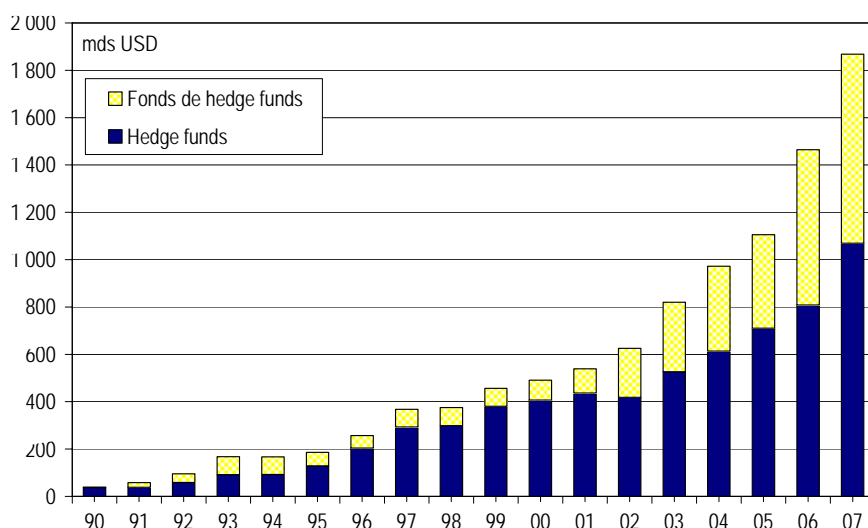
⁴⁸ Source : McKinsey Global Institute.

⁴⁹ Observons ici que les informations généralement diffusées par les médias ne distinguent pas les fonds de *hedge funds* des *hedge funds* à proprement parler. Les encours mondiaux dont il est généralement question incluent alors quelques 800 milliards de fonds de *hedge funds* (voir graphique 10).

⁵⁰ Les principales catégories identifiées sont "Long/Short Equity", "Fixed Income Arbitrage", "Event Driven", "Global Macro" (surtout "Equity Long Bias" et "Emerging Markets"), mais il convient d'observer ici que les nomenclatures ne sont ni établies –elles varient selon les producteurs d'indices de *hedge funds*– ni stables.

plus gros plus de 15 %). Au total, il semble que les performances de 2007 aient avant tout traduit les difficultés de quelques grands noms⁵¹, les performances mensuelles négatives de l'été ayant globalement été compensées au second semestre. On note cependant que la dispersion des performances selon les stratégies s'est considérablement accrue en 2007⁵². Les stratégies directionnelles sur les marchés d'actions et *global macro* ont ainsi enregistré des performances supérieures à 10 % du fait, surtout, des performances des actions des pays émergents. A l'inverse, les stratégies d'arbitrage et quantitatives ont eu, dans un contexte de forte volatilité, des performances faibles voire négatives. Finalement, les informations relatives au début de l'année 2008 semblent corroborer le point de vue selon lequel les *hedge funds*, bien qu'identifiés comme des acteurs majeurs du marché de la titrisation, ont pu, grâce à la moindre prégnance de leurs contraintes de passif (les périodes de *lock up* dont ils bénéficient leur permettent généralement d'éviter de réaliser des pertes immédiatement), prolonger une sorte de "délai de grâce". Il restera donc à observer si, dans un contexte où la crise des marchés des actifs sous-jacents (les crédits *subprime*) semble se prolonger, ces fonds parviennent à maintenir globalement une surperformance par rapport au reste du marché de la gestion pour compte de tiers.

Graphique 48 – Encours mondiaux de *hedge funds*



Source : HFR

Le dernier élément remarquable est la croissance forte du *private equity* puis son interruption, au second semestre, du moins sur le segment des grosses opérations. Les données de l'EFAMA sur certains fonds de *private equity*, définis comme des fonds qui ont vocation à fournir du capital et/ou des ressources managériales aux entreprises en vue de produire des gains en capital à moyen ou long terme, portent essentiellement sur des OPCVM de droit national comme les FCPR, FCPI ou FIP français, des véhicules qui représentent une part significative de l'activité de l'industrie du *private equity* en France (70% des capitaux levés au premier semestre 2007 relèvent des FCPR). Elles ne prennent pas en compte d'autres structures juridiques,

⁵¹ Natixis Special Report du 7 janvier 2008 cite notamment Dillon Reed Capital Management (UBS), les deux fonds HGSC (Bear Sterns), Sowood Capital Management, Sentinel Management Group, Global Alpha (Goldman Sachs).

⁵² Le caractère généralisé (à l'ensemble des stratégies) de l'impact initial de la crise du *subprime* en août 2007 est cependant frappant.

notamment au Royaume-Uni, qui concentrent la majeure partie de l'activité de *private equity* en Europe. Elles font cependant ressortir le caractère extrêmement soutenu de l'activité du *private equity* jusqu'au premier semestre de 2007. L'AFIC⁵³ révèle ainsi, par exemple, que les montants investis par l'ensemble du *private equity* français ont crû de 56 % à 6,4 milliards d'euros au premier semestre de 2007, alors qu'ils ne s'élevaient qu'à 3,4 milliards d'euros deux ans plus tôt. De fait, le contexte d'abondantes liquidités qui a prévalu au cours de ces dernières années s'est accompagné d'une réduction considérable des contraintes liées à l'attribution de crédits. Cela a suscité un essor spectaculaire du marché des LBO, en particulier sur le segment des opérations de grande taille (plus de 100 millions d'euros). Sur ce segment, l'AFIC mesurait par exemple en France, au premier semestre 2007, et au terme de plusieurs années de croissance soutenue, un taux de croissance annuel de 113 % des fonds investis. La détérioration des conditions de crédit consécutive à la crise sur le marché de la dette a mis un frein drastique à l'activité sur ce segment au second semestre de 2007. En particulier, la très forte réduction des sources de financement, à savoir en premier lieu le tarissement des crédits "*covenant lite*" et des financements intermédiaires⁵⁴ a considérablement renforcé la difficulté de mener à terme des opérations de grande taille. Des informations récentes sur le marché français font cependant apparaître que l'activité est restée soutenue tout au long de l'année sur les segments des opérations de plus petite taille, moins dépendants des conditions offertes par le marché du crédit⁵⁵.

Enfin, on observe par ailleurs qu'un phénomène accru de cotation de fonds de *private equity* ou de *hedge funds*, sans revêtir à ce stade une importance considérable en termes d'encours, tend à se banaliser chez les acteurs de grande taille, notamment aux Etats-Unis où Blackstone a tout de même levé plus de 4 milliards de dollars dans le cadre de son introduction en bourse en juin 2007 (tableau 12).

⁵³ Association française des Investisseurs en capital.

⁵⁴ Financements bancaires à court terme qualifiés de "*bridge finance*", ils permettent d'attendre l'obtention de solutions de financement de plus long terme

⁵⁵ Voir citation de l'Association française des investisseurs en capital dans "*Seuls les grands LBO devraient connaître un coup d'arrêt en 2008*", Agefi du 12 mars 2008.

Tableau 12 - Les plus grandes introductions en bourse de l'histoire de la gestion d'actifs

Date	Cible	Pays	Type*	Montant levé (millions USD)	Flottant
6/07	Blackstone Group	US	Alternatif (PE)	4 130	12%
11/07	Och-Ziff Capital Management Group	US	Alternatif (HF)	1 147	9%
2/07	Fortress Investment Group	US	Alternatif (HF)	634	9%
5/07	Platinum Asset Management	Australia	Long/short global	573	25%
10/06	Ashmore Group	UK	Alternatif (HF)	560	25%
11/07	Gottex Fund Management Holdings	Switzerland	Alternatif (FoHF)	535	28%
3/98	Waddell & Reed Financier	US	Long-only MF	499	34%
7/04	Azimut Holding SpA	Italy	Long-only diversified MF	467	65%
3/06	Partners Group	Switzerland	Alternatif (HF)	385	30%
11/07	Value Partners	HK	Alternatif (HF)	374	24%

*MF : Mutual funds ou Fonds de gestion collective. PE : Private equity. HF : Hedge funds. FoHF : Fund of Hedge funds.
Notes : Données converties en dollars à la date de l'annonce. Gras pour l'année 2007. Source: Jefferies Putnam Lovell.

4. L'offre de produits a vu plusieurs développements remarquables à la fois vers la gestion cotée indicielle et vers les gestions spécialisées

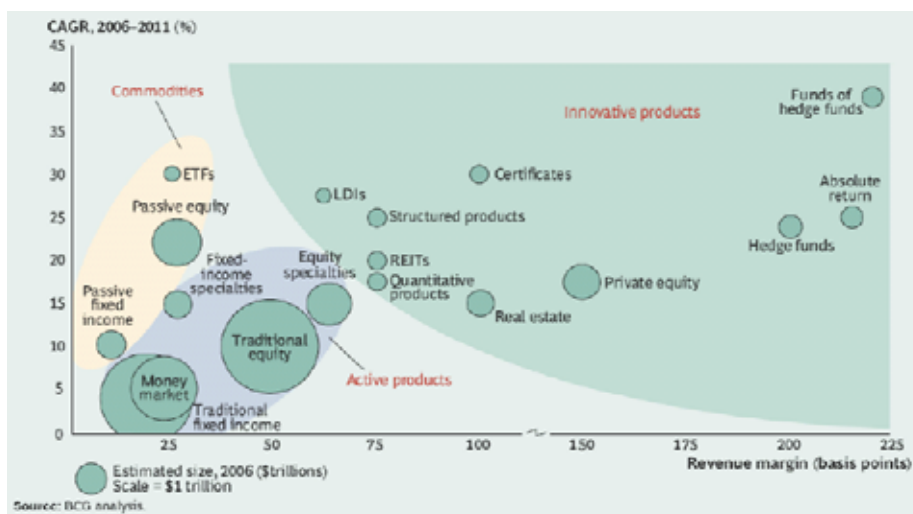
De façon générale, selon une segmentation par produits, un phénomène de multipolarisation de l'offre semble se dessiner. Il caractérise le développement des produits de gestion passive, en particulier des fonds cotés, et des produits innovants plus coûteux (graphique 49), la frontière entre ces catégories n'étant pas toujours simple à établir. Sur cette base, quatre principales sources d'innovation et de croissance de la gestion collective peuvent être identifiées.

La première se situe du côté des **fonds investis dans de nouvelles classes d'actifs**. Au-delà de l'horizon conjoncturel français⁵⁶, les encours des fonds immobiliers, qui se multiplient dans les différents pays d'Europe (principalement en Allemagne, Royaume-Uni, France et Italie), semblent structurellement appelés à croître. Aussi, sur le marché conjoncturellement plus porteur de l'Allemagne, 6,4 milliards ont été collectés en 2007 par ce type de fonds, portant la croissance du total des encours européens de cette catégorie de fonds à +5,3% en 2007. Les fonds investis en matières premières, notamment en produits pétroliers et mé-

⁵⁶ Selon Europerformance, les fonds français investis en actions immobilières et foncières ont enregistré une performance de -22,3% en 2007.

taux précieux, ont pour leur part bénéficié d'une conjoncture favorable. Leur croissance s'est révélée assez forte, ne serait-ce que du fait de l'effet de valorisation des encours moyens, de 12%, par exemple, pour les fonds français. Ce développement se traduit notamment par celui d'ETF reproduisant les performances de cette classe d'actifs. A l'échelle mondiale, ce type d'ETF, virtuellement inexistant jusqu'en 2003, totalisait 6,3 milliards d'encours à la fin 2007.

Graphique 49 – Un transfert des encours progressif des encours des fonds de gestion active benchmarkée traditionnelle vers des fonds de gestion passive et des produits innovants

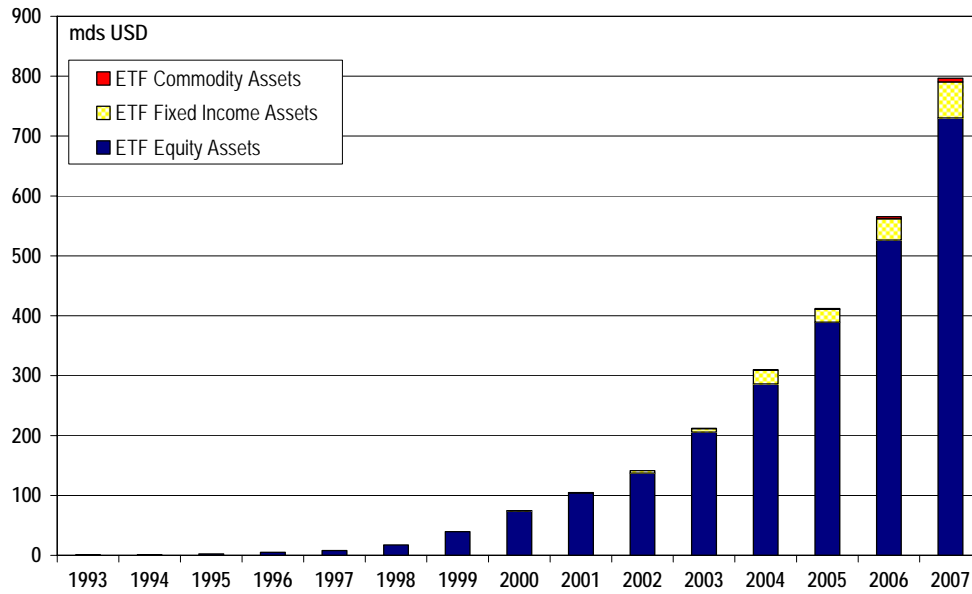


Note : LDI : Liability-driven investments. REITs : Real estate investment trusts. ETFs : Exchange-traded funds ou fonds indiciels cotés. Source: Morgan Stanley Exchange Traded Funds - Year End 2007 Global Review

Les **fonds non « benchmarkés »** ont constitué une deuxième source de croissance. Emblématiques de cette catégorie de fonds, les fonds « *absolute return* » ont connu une forte croissance et ont été activement promus au cours des dernières années, avant de souffrir de leurs faibles performances moyennes en 2007 (cf. supra). De nombreux types de gestion caractérisent cependant cette offre de gestion, en particulier des stratégies 130/30 au sein même des UCITS, actuellement promues par les distributeurs.

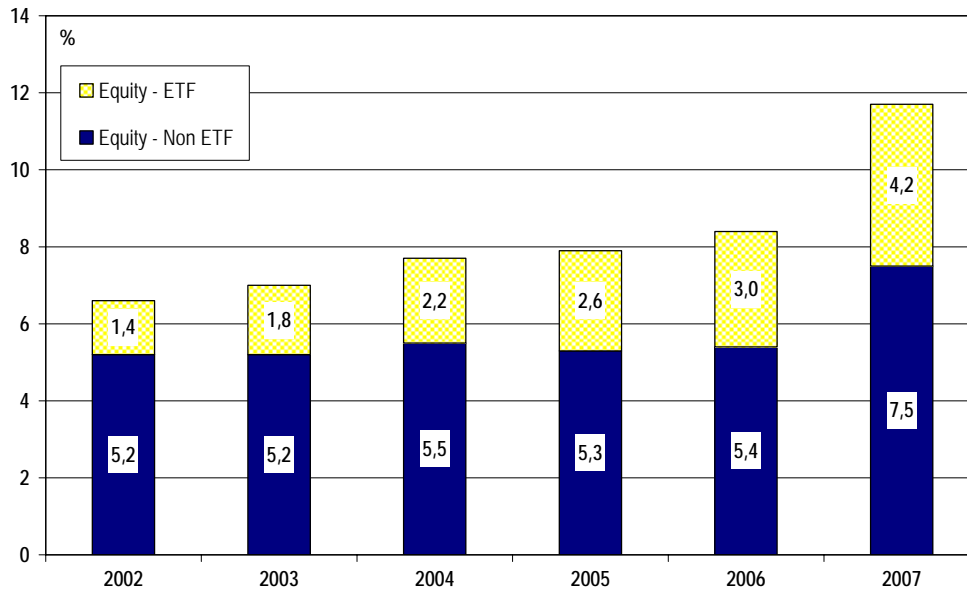
Les **fonds cotés** bénéficient d'une croissance très importante. Les *trackers* actions, des fonds indiciels au sens strict qui visent la réplique de la performance d'un indice actions sous-jacent, constituent la composante principale des « *Exchange traded funds* » ou ETFs. Leur encours a fortement crû en 2007, montrant qu'ils ont su tirer un parti positif des évolutions conjoncturelles (graphique 50). Cependant l'innovation en matière d'ETF est extrêmement vive et traduit la multiplication des indices sous-jacents. Certains ETF apparaissent comme la formalisation de stratégies de gestion (indices de développement durable, islamiques, pondérés par des facteurs fondamentaux, de versement de dividendes, etc.), tandis que d'autres répliquent les performances de nouvelles classes d'actifs (matières premières, immobilier, *hedge funds*, etc.). Enfin, certains proposent une structuration du risque, à l'image des ETF *BuyWrite*, qui représentent des stratégies d'investissement dans des options d'achat couvertes, ou encore des ETF *Leveraged*, conçus au contraire pour doubler l'exposition à la performance d'un indice. Ce rythme d'innovation reflète par ailleurs une concurrence vive entre différents types de véhicule donnant accès à une gestion structurée, dont certains ne présentent pas le statut de fonds d'investissement (voir encadré).

Graphique 50 – ETF : Encours mondiaux (milliards de dollars)



Source: Morgan Stanley "Exchange Traded Funds - Year End 2007 Global Review"

Graphique 51 – Fonds actions indiciels - Actif net en % de l'actif du total des fonds en Europe



Source: Lipper FERF au 25 janvier 2008, cité par Morgan Stanley (2007)

La gestion structurée à destination du public : fonds d'investissement *versus* produits structurés

Certains fonds de gestion collective, en l'occurrence les fonds à formule, s'apparentent à des produits structurés de type certificats d'investissement, ces derniers se caractérisant de manière générale par la promesse d'un paiement déduit d'une formule fondée sur la performance de titres sous-jacents, d'indices...à des échéances fixées. Ils ont cependant une forme légale propre, et diffèrent des produits structurés à différents égards :

- ils sont émis par des sociétés de gestion et non par des banques d'investissement ;
- les investisseurs possèdent les actifs des fonds, tandis que les produits structurés prennent généralement la forme de titres obligataires et comportent donc un risque de crédit ;
- dans l'union européenne, les produits structurés sont soumis à la réglementation de la directive "Prospectus" et sont souvent admis à la cotation sur un marché réglementé, tandis que les fonds sont soumis à la réglementation des OPCVM.

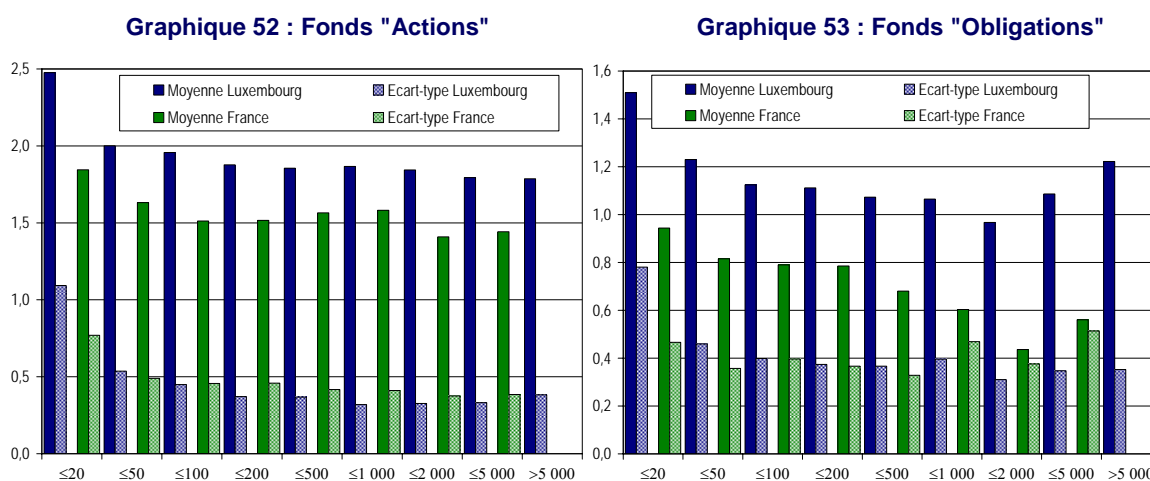
En pratique, le marché des fonds structurés reste majoritairement composé de fonds offrant des garanties en capital. Une forme répandue consiste à proposer une structure optionnelle permettant de bénéficier des évolutions favorables d'indices boursiers à une échéance donnée, mais d'éviter en cas d'évolution adverse des indices une perte en capital. Typiquement, un tel portefeuille est composé d'une obligation et d'une option d'achat de l'indice sous-jacent. La diversité de formules proposées est cependant croissante.

La **multigestion** constitue une dernière tendance remarquable. La multigestion désigne des formes de gestion diverses qui comprennent en particulier des fonds de fonds, des fonds de gérants, et des fonds de *hedge funds*. Sous toutes ses formes, la multigestion semble bénéficier d'une croissance vive. A titre d'exemple, les données de l'EFAMA, quoique partielles (elles ne couvrent pas les fonds de fonds français, luxembourgeois et italiens) font apparaître un croissance des encours de 7,5% supérieure à celle observée par ailleurs pour les OPCVM. D'autre part, la croissance des encours de fonds de *hedge funds* apparaît remarquable, avec une progression de 22% entre fin 2006 et fin 2007 à 800 milliards, soit près de trois quarts des encours de *hedge funds*. Plus généralement, les investisseurs institutionnels investissent de façon croissante dans des fonds d'investissement et des produits de gestion collective –en France, en particulier, on note un développement soutenu de l'assurance vie en unités de compte (cf. supra).

5. La rentabilité de l'industrie continue à être déterminée par une pluralité de facteurs

La rentabilité de l'industrie de la gestion d'actifs devrait être significativement impactée à court terme par les évolutions conjoncturelles. Certaines estimations avancent d'ores et déjà des estimations de baisse de rentabilité de l'ordre de 30% en Europe⁵⁷ à partir, il est vrai, de niveaux historiquement élevés en 2006⁵⁸. Plus fondamentalement la rentabilité des sociétés de gestion pourrait être affectée par deux types de développements. D'une part, sa variabilité largement inhérente à celle des encours sur lesquels sont assis les frais de gestion, et qui reflète donc largement les performances des marchés d'actions, est de nature à être renforcée par des comportements d'investissement qui amplifient les phénomènes de valorisation des encours sous gestion ainsi que par la généralisation de la perception de *performance fees*. Par ailleurs, la "polarisation" de l'offre semble faire émerger deux sources de rentabilité. La première se trouve dans les économies d'échelle (à échelle internationale) et l'industrialisation (l'automatisation) des processus de production autorisés par les gestions passives (notamment d'ETFs) dont la percée sur le marché français a été remarquable en 2007. La seconde se trouve dans la capacité des acteurs à proposer des produits innovants justifiant des tarifications élevées (graphique 51), comme par exemple des fonds investis en actions émergentes ou des fonds alternatifs. Cette capacité s'analyse comme une possibilité d'échapper à une concurrence frontale et peut contribuer à expliquer une partie des écarts de tarification observés en Europe (graphiques 52 et 53).

Fonds français et luxembourgeois-TER retail* (%)
et écart-type par classe de taille (mn EUR)



*Le Total Expense Ratio mesuré par Lipper Fitzrovia correspond au total des frais sur encours (TFE) français. Différents types de parts d'un fonds caractérisent les différentes tarifications propres à chaque réseau de commercialisation. Les parts dites « retail » portent sur les tarifs des réseaux de distribution auprès du grand public à la différence, notamment, des parts dites « institutionnelles ». Source : Lipper Fitzrovia, calculs AMF

⁵⁷ Voir citation de McKinsey dans "Mutual funds markets face long-term outflows", Financial News du 25/02/08.

⁵⁸ Voir rapport sur la gestion d'actifs en 2006 de l'AMF.

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

Le risque d'une allocation inefficace des portefeuilles des ménages

La répartition des actifs financiers des ménages français par niveau de risque montre que leur portefeuille demeure dans sa globalité très faiblement exposé aux marchés, puisqu'à fin 2006, 75 % de leurs placements ne comportaient aucun risque en capital. Du point de vue de la protection de l'épargnant, ce résultat pourrait apparaître rassurant. Néanmoins, il souligne aussi clairement l'insuffisante diversification des placements des ménages ainsi qu'une probable inadéquation aux horizons de placement (perte de rendement pour les placements à horizon long de préparation à la retraite...). Cette situation s'explique en partie par des paramètres fiscaux et aussi vraisemblablement par un niveau élevé d'aversion psychologique pour le risque et pour la perte. La tendance fortement procyclique des investissements des ménages en actions demeure par ailleurs prégnante, comme le suggère la hausse de la collecte sur les contrats d'assurance vie en unités de compte depuis le point bas de 2004, en lien avec la reprise des marchés boursiers. Il en découle un risque d'inadéquation systématique des comportements de placement par rapport aux conditions de marché, l'investissement en actifs risqués s'effectuant au moment où les perspectives de rendement sont a priori les plus faibles.

Le risque de mauvaise commercialisation et de faible lisibilité de certains produits

L'innovation financière et la complexité croissante de certains produits d'épargne rendent souvent difficile la compréhension de leur fonctionnement. L'évolution au niveau européen de la nature des actifs éligibles aux fonds coordonnés, depuis la révision de la directive UCITS, a permis au grand public de bénéficier de stratégies de gestion avancées, notamment en cas de forte volatilité ou de retournement de marché. Mais les techniques utilisées ont engendré une difficulté accrue d'harmonisation en Europe des normes de transparence sur l'ensemble des produits proposés. Ceci a pour conséquence un risque de mauvaise appréciation de leur couple particulier de rendement/risque par les épargnants, si la promotion commerciale n'est pas systématiquement accompagnée d'un conseil adapté au besoin du client.

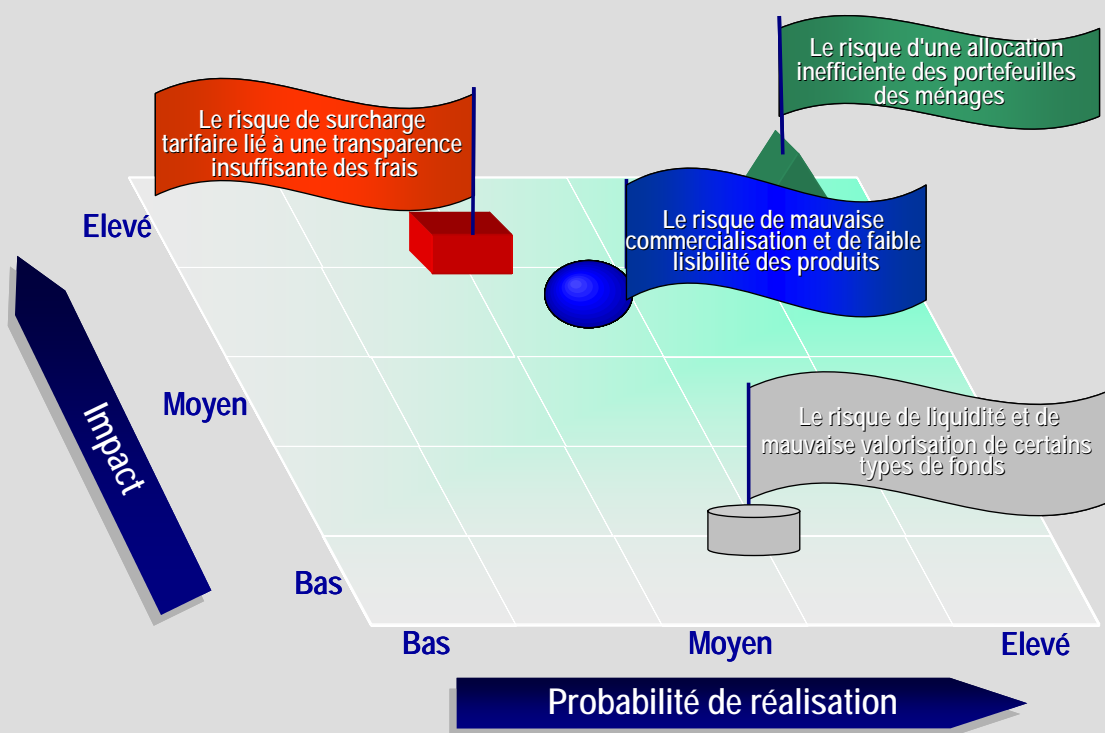
Le risque de surcharge tarifaire lié à une transparence insuffisante des frais

La dégradation des rendements sur l'ensemble des marchés financiers en 2007 pose avec une plus grande acuité la question des frais facturés sur les produits financiers. Un certain nombre d'évolutions sont susceptibles de nuire à la transparence de l'information, à commencer par la complexité des produits, mettant en jeu par exemple des techniques dérivées pour leur donner une exposition au marché au-delà de leur couverture en capital. Ces techniques exigent un nombre croissant d'intervenants, conduisant à un allongement de la chaîne d'intermédiation et à des marges sur transaction difficiles à quantifier. D'autre part, la multiplication d'enveloppes fiscales et juridiques concurrentes pour structurer et vendre un même produit au plan économique peut rendre difficile la juste appréciation des frais et de leur impact sur la performance future des produits.

Le risque de liquidité et de mauvaise valorisation de certains types de fonds

Des questions afférentes à la gestion du passif des OPCVM ont resurgi à l'occasion de la crise des *subprimes*. Un certain nombre de fonds, qualifiés de monétaires dynamiques, ont connu des problèmes de liquidité en raison de leur exposition à des produits structurés. Ces évolutions soulèvent des questions sur la bonne appréciation par les investisseurs des risques de valorisation ou de limitation des rachats sur des fonds investis en actifs par nature plus illiquides, comme le capital investissement, les fonds alternatifs, les valeurs de faible capitalisation, ou encore l'immobilier, qui ont tous connu un développement significatif au cours des dernières années.

SYNTHÈSE DES TENDANCES ET DES RISQUES POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS



L'identification des risques précédents conduit à formuler un certain nombre de pistes d'action pour le régulateur :

- les risques de mauvaise allocation d'actifs invitent à renforcer les efforts en matière de conseil et d'éducation financière, à l'image des initiatives déjà prises dans ce domaine avec la création de l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP) ;
- les risques de commercialisation inappropriée et de surcharge tarifaire invitent à poursuivre les efforts pour améliorer l'information donnée au public au moment de l'acquisition d'un produit financier. En particulier, les travaux européens de simplification du prospectus des fonds doivent permettre une réflexion sur l'élaboration d'indicateurs plus satisfaisants et compréhensibles par un large public des caractéristiques de rendement et de risque des produits financiers, en lien avec l'horizon de placement ;
- le risque de liquidité et de mauvaise valorisation de certains types de fonds de gestion collective appelle une réflexion sur l'adaptation des contraintes de passif à la politique d'investissement, lorsque celle-ci inclut des actifs complexes ou peu liquides.

Directeur de la publication : Hubert Reynier

Rédacteur en chef : Fabrice Pansard

Equipe de rédaction : Anne Demartini
Elisabeth Fonteny
Laurent Grillet-Aubert
Carine Romey
Bruno Séjourné*

Secrétariat : Muriel Visage

Contact : Service de la Communication
contact@amf-france.org
01.53.45.60.28

* Consultant, Maître de conférence en sciences économiques à l'Université d'Angers.