

2010

Septembre

LES CAHIERS DU
CENTRE

Numéro 11
Les rapports du G20

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières (CPF)

CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Edouard SALUSTRO

Marie-Jeanne MAILLOT

Rédactrice en chef

Angela BARBOSA

a.barbosa@professionsfinancieres.com

* *

*

AVANT-PROPOS

Le chemin long et tortueux des réformes

Michèle SAINT MARC..... page 1

INTRODUCTION

Le champ des réformes

Michèle SAINT MARC..... page 3

I. VERS LA TRANSPARENCE DES PRODUITS

Produits Synthétiques

Camille-Raphaël ARNAUD..... page 9

Options et Produits Dérivés

Camille-Raphaël ARNAUD..... page 10

Titrisation

Arnaud-Cyprien NANA-MVOGO..... page 12

Standardisation

Arnaud-Cyprien NANA-MVOGO..... page 15

II. AMÉLIORER LES CONTRÔLES

Contrôle Interne

Camille-Raphaël ARNAUD..... page 16

Contrôle Externe Public

Arnaud-Cyprien NANA-MVOGO..... page 19

Contrôle Externe Privé

Arnaud-Cyprien NANA-MVOGO..... page 22

III. COMBATTRE LA PRO-CYCLICITÉ

Normes Comptables

Camille-Raphaël ARNAUD..... page 24

Normes Prudentiels

Camille-Raphaël ARNAUD..... page 25

Agences de Notation

Arnaud-Cyprien NANA-MVOGO..... page 27

IV. Y A-T-IL DES OPACITÉS ADMISES ?

Marchés alternatifs hors contrôle, gré à gré

Arnaud-Cyprien NANA-MVOGO..... page 29

Passerelle Private Equities/Hedge Funds et marchés de capitaux

Arnaud-Cyprien NANA-MVOGO..... page 30

V. LES PREMIERS RENDUS DU COMITÉ DE BÂLE

Camille-Raphaël ARNAUD..... page 33

ANNEXE

page 35

Biographie :



Michèle SAINT MARC; universitaire, est membre depuis 2000, du Comité Monétaire et du Conseil général de la Banque de France. Professeur d'économie, elle a enseigné dans plusieurs universités, notamment à l'Université Paris II Panthéon-Assas. Elle est aujourd'hui Déléguée générale du Comité des Sages de l'AFER. Elle a publié une dizaine d'ouvrages, notamment une « Histoire monétaire de la France, 1800 – 1980 », « le mark », « l'ECU » et « l'euro ».

Entre le recensement des besoins de réformes et leur réalisation, le chemin est long et tortueux. Le chemin est long. Il passe par de multiples filtres qui ne sont pas neutres : le diagnostic des causes par des experts eux-mêmes souvent parties dans la réalisation de ce qu'ils ont à juger, la compréhension des faits et leur prise en compte par les décideurs politiques, le passage de la décision politique à l'exécutant suppose une autorité légale et une grande force de persuasion du décideur auprès de ses subordonnés qui sont les exécutants, les réactions des intéressés qui vont supporter les changements qu'engendreront les réformes dans leurs mode et leur train de vie.

Le passage d'un niveau de responsabilité à l'autre est ardu car il doit respecter les périmètres de compétence de chacun. Ce qui excuse de ne pas donner l'alerte sur les problèmes puisqu'ils n'entrent pas dans le champ de compétence, sauf mandat explicite. Au bout de la chaîne, les acteurs de base c'est-à-dire les clients de l'industrie financière sont peu entendus et ne voyant que lenteurs et attermolements remettent en question la plus value de l'industrie financière et la volonté de réforme.

Le chemin est aussi tortueux car le mille-feuille constitué par la multiplicité des niveaux d'application au sein de chacun des Etats est impressionnant et puissant. Au sein même du G20, les chefs d'Etat décident, après avoir trouvé un consensus entre eux. L'élagage que suppose cette prise de décision dépend des engagements pris en fonction de l'appartenance géopolitique : zone euro, Union européenne, OCDE, accords bilatéraux notamment avec les pays nouvellement émergents d'Asie. Quand ils rentrent chez eux pour faire appliquer leurs décisions, les chefs d'Etat subissent des pressions nationales intérieures : lobbying, organisations professionnelles, syndicats. Il n'y a pas de jour où ne s'ébruitent les protestations de tel ou tel métier financier criant à sa mort annoncée, ou bien les projets de grandes banques d'investissements travaillant d'arrache-pied pour contourner une réglementation qui n'est pas encore mise en place.

A force d'être long et sinueux le chemin risque de se perdre dans les sables ou ne mener nulle part. Ce péril devient chaque jour plus perceptible au fur et à mesure que la crise financière s'éloignant du souvenir, la crise économique semblant sortir du tunnel, le consensus de réforme du « plus jamais cela » disparaît.

Déjà ceux qui craignent la réforme appréhendent leur riposte. En dehors du contournement les lobbyistes partisans du retour à « comme avant » disposent de trois autres moyens pour y parvenir: soit vider la réforme de ce qui pourrait gêner la course aux profits en s'alignant sur le plus petit dénominateur commun du consensus, soit la laisser traîner en longueur et qu'elle ne soit pas prête pour éviter la prochaine crise financière, soit encore exempter le système financier de ses responsabilités en accusant d'autres responsables, dont les déséquilibres macro-économiques d'avoir créé des montagnes de liquidités qu'il fallait bien utiliser.

Devant l'étiollement de la résolution de combattre tel produit opaque ou tel mécanisme prudentiel, tenus pour responsable du désastre de la crise de 2008 et 2009, seule une singulière volonté politique peut réussir.

Le déroulement actuel des G 20 illustre l'enjeu et des combats politiques et lobbyistes en cours.

Le champ des réformes

Les professionnels de l'économie et de la finance n'attendaient pas la crise là où elle est arrivée. Son déroulement les a déroutés en révélant un champ de responsabilité nouveau. Là où un risque qui avait parfois été identifié mais le plus souvent négligé pour de multiples raisons, plus ou moins reconnues aujourd'hui, pouvait survenir.

1) Entrée en scène chronologique des responsables de la crise

En 2005, tout allait bien. Aux Etats-Unis, une croissance annuelle du PIB à 4,5 %, un chômage inférieur à 5 %, des indicateurs avancés tous positifs. Pourtant, les plus avisés des professionnels de la finance publique s'inquiétaient de la politique monétaire de la FED. Une montagne de liquidités se créait grâce à un coût de refinancement très faible (1%), et même négatif si l'on tient compte de l'inflation à 3,5 %. Que faire de toutes ces liquidités ? Les banquiers leur trouveront un emploi lucratif. Ce sera l'immobilier.

En 2006, les subprimes. De nombreux agents immobiliers trouvaient des clients en leur faisant emprunter des fonds chez des prêteurs ni recensés et encore moins contrôlés qui abusèrent de la crédulité d'une population déjà surendettée : à défaut de garanties pour les prêts, les anticipations de plus-values suffisaient. Plus les prix de l'immobilier montaient, plus la valeur des garanties des insolubles augmentait. De plus, pour mieux appâter le client, le taux d'intérêt variable affiché était le plus souvent nul au début de la durée du prêt, puis le devenait fortement progressif.

Il en résulte que quand, devant la crainte de l'inflation, la FED augmente son taux de refinancement à un rythme rapide de 25 pb toutes les six semaines (de 1 % à 5,25 % en dix-huit mois), l'effet immédiat est de rendre insolubles les emprunteurs les titulaires de subprimes dont 60 % sont à taux variables ! D'où *l'explosion des impayés. Des milliards de dollars en actifs financiers subprimes perdent leur valeur.*

La titrisation avait infusé le risque des subprimes dans des produits « synthétiques » diffusés dans le monde entier.

En effet, les subprimes ayant un risque de non-remboursement élevé rapportaient un rendement d'autant plus élevé. Insérés parmi des produits synthétiques, ils ont permis d'afficher des rendements excellents auxquels les gérants voulaient parvenir. Les bonus n'en étaient que supérieurs. Les bilans des meilleures banques mondiales en étaient très souvent chargés. Les contrôles internes bancaires faisaient semblant de ne pas connaître les inconnus des produits synthétiques. Les contrôles externes n'étaient pas concernés.

A la mi-2007, les premiers impayés, les premières faillites bancaires et les agences de notation entretiennent l'incendie. L'explosion des impayés engendre l'explosion des faillites bancaires. Les créanciers des banques analysèrent alors le contenu des produits synthétiques donnés en garantie par les banques réputées les plus sérieuses. Le 19 juillet 2007, les agences de notation abaissèrent la note de 418 titres. Ce fut l'étincelle. Chaque détenteur de garanties s'interrogea sur le contenu des bilans des meilleures banques. Les réponses furent calamiteuses. Les faillites bancaires se multiplièrent.

La *méfiance* se généralisa. Les banquiers n'acceptant plus en garantie des prêts les produits qui pourraient renfermer des créances pourries comme les subprimes, le marché interbancaire fut le premier paralysé. Jusque là la crise de liquidité n'était pas envisagée dans les risques.

Une première catastrophe systémique est évitée le 9 août 2007 quand la crise de liquidité éclate. La Banque de France joua un rôle décisif. Sa tâche étant facilitée par sa proximité institutionnelle et géographique avec la Commission bancaire qui contrôle la valeur des contreparties données en garantie, elle réussit à coup d'injections répétées de liquidités à maintenir le système de paiement de l'euro « à flot ».

La crise de liquidité se répandit. Chaque jour apportait son lot de nouveaux produits suspects ou suspectés (monoline, municipal bonds, CDS, ARS, FRN) et de nouvelles victimes, car les titres émis par les banques pour se refinancer, servaient à leur tour de garantie aux autres agents financiers. C'est l'effet domino : quand l'un tombe, il entraîne les autres.

Un marché gigantesque du risque caché complètement de gré à gré, hors bilan, hors contrôle, souvent off shore dans des paradis fiscaux, apparut au grand jour. Il était en fait connu de tous, et souvent utilisé comme enjeu de la concurrence fiscale. Aux seuls Etats-Unis : la BRI évalua à 60.000 mds de dollars, c'est à dire 44.000 mds d'euros ou 20 fois le PIB de la France, le shadow banking system représentant la moitié de la finance mondiale !.

La crise de liquidité se transforma rapidement en crise de solvabilité. La découverte de ces actifs toxiques réduisit la valeur boursière des actifs détenus par les banques, c'est-à-dire les « fonds propres ». Or, les accords de Bâle sur la réglementation prudentielle impose justement des ratios de fonds propres proportionnels aux bilans. Quand la valeur de marché des titres composant les fonds propres fondent en bourse, il faut alors en vendre davantage et peser davantage encore sur leurs cours boursiers. Il y a donc un effet pro-cyclique de ces ratios.

En février 2008, AIG avoue des problèmes sur la méthode de la valorisation de son portefeuille de dérivés.

Avant septembre 2008, se succèdent des faillites ou des redécoupages des anciens mastodontes de la finance mondiale. L'Etat américain vient à leur secours car ils sont « too big to fail » : entrées dans le capital avec injections de fonds, garanties gouvernementale pour leurs emprunts, fonds spéciaux pour les créances pourries, extension du sauvetage au crédit immobilier (170 mds de dollars pour le seul AIG).

Le 15 septembre 2008, restera dans l'histoire financière comme le pic de la crise. Lehman Brothers est déclaré en faillite car l'Etat a refusé de venir à son secours. Cette sévérité soudaine fut officiellement justifiée par la nécessité de « donner une leçon », d'arrêter la socialisation des pertes après la privatisation des profits (théorie du Moral Hazard). L'effet fut catastrophique. La crainte que les Autorités laissent tomber les épargnants, les retraites et tout le système financier fit dévisser toutes les bourses mondiales d'un montant égal à celui de 1929 (- 45 % en deux semaines). Désormais il y a l'avant et l'après 14 septembre 2008 dans l'histoire financière.

II) Recensement et feuille de route des réformes financières

Ce bref historique de la crise n'a retenu que les épisodes majeurs permettant de recenser les responsabilités :

spécifiquement aux Etats-Unis :

1. Le « far West » des officines de crédit qui a conduit à l'absence de recensement et de régulation dans de nombreuses activités de crédit,
2. La publicité mensongère auprès des populations insolvables,
3. L'importance des taux variables dans l'immobilier qui déstabilisent l'emprunteur fragile,
4. Les revirements de la politique monétaire de la Fed entre laxisme et brusque rigueur.

partout dans le monde :

1. la titrisation et l'opacité des produits synthétiques.
2. la négligence des banques
 - qui n'évaluent pas les risques surtout ceux des produits synthétiques
 - qui externalisent aux agences de notation leurs métiers d'évaluation des risques sans que les agences n'encourent aucune responsabilité
 - leur système de rémunération qui encourage la prise excessive de risque
 - leur contrôle interne déficient
3. la déficience du contrôle externe qui nécessite une réforme des institutions nationales et supranationales
4. les agences de notation où
 - le conflit d'intérêt est au cœur de leur organisation ;
 - l'excès d'influence est patent alors qu'elles sont irresponsables et complètement libres.
5. les normes de Bâle II et leur pro-cyclicité ;
6. les normes comptables internationales utilisées dans les bilans et non homogènes
7. la taille des banques (too big to fail) qui entraîne un aléa moral, et la part des banques transfrontalières dans le risque systémique,
8. le shadow banking system qui n'est ni recensé, ni réglementé, et qui déverse librement ses flux spéculatifs sur les marchés organisés où sont réfugiées les épargnes.

Cet inventaire a nourri la classification par objectifs et par thème qui, dès la fin 2007, a servi de canevas de réflexion sur ce qui deviendra le programme des futurs G 20.

1°- La transparence s'impose partout alors qu'aujourd'hui environ 50 % des marchés financiers sont opaques : produits dérivés, hedge funds, paradis fiscaux qui abritent la moitié des flux mondiaux (100.000 mds \$). C'est le « shadow banking system ».

2° - La pro-cyclicité, en particulier celle engendrée par la réglementation elle-même, ce qui concerne les

- règles comptables (coût historique, fair value, marked to market, value-at-risk, GAAP et IFRS, hors bilan). Faut-il supprimer la convergence entre les règles comptables internationales ?
- règles prudentielles (ratios prudentiels qui obligent à vendre quand les marchés baissent)

3°- d'où le tableau des forces en présence qui devraient être l'objet de réforme :

1. les **agences de notation** accusées de risquer un conflit d'intérêt permanent puisqu'elles sont payées par la société qu'elles notent. Qui les contrôlera ?

2. la **comptabilisation** au prix historique, du marché ou selon un modèle ad hoc ? avec les incidences sur les normes prudentielles et sur la concurrence entre les Etats-Unis et l'Union européenne.
3. les contrôles nationaux **laxistes** :
 - les **contrôles externes**, les instances réglementaires n'ont pas sanctionné les manquements à la réglementation avec l'excuse que l'on ne peut mettre un contrôleur national derrière chaque contrôleur de banque.
 - Les **contrôles internes** sont insuffisants. Y a-t-il une culpabilité des responsables hiérarchiques ? la cause est-elle la complexité des produits ou la complicité tacite ?
4. le système de **rémunération** (bonus) des dirigeants jusqu'au trader incite-t-il aux excès ?
5. la **supervision** doit être organisée au niveau mondial pour éviter les paradis fiscaux (la moitié des flux financiers mondiaux).
6. le rôle des hedge funds est différemment apprécié. La France et l'Allemagne soutiennent l'encadrement des **hedge funds**, ce qui est refusé par les Anglo-saxons, grands bénéficiaires de cette industrie.
7. **les ventes à découvert** amplifient-elles la volatilité des bourses. Les limiter ?
8. sur les **CDS** (credit default swaps), la création d'une chambre de compensation déchargerait les bilans des banques qui les portent.

III) Bilan des réformes en cours février 2010

Sur ces différents points le dernier G 20, celui de Pittsburg du 25 septembre 2009, a listé les engagements pris par les chefs d'Etat aux G 20 précédents et a établi un bilan des réalisations. Si l'on met à jour ce bilan en ajoutant les avancées réalisées durant les deux derniers trimestres, on obtient un tableau où le pourcentage de réalisation n'est indiqué que pour servir de point de repère pour les prochains bilans.

Tableau 1 : avancée des réformes – Février 2010

STABILISATION FINANCIERE	
Création du Financial Stability Board (FSB) en remplacement du Financial Stability Forum	100%
Collaboration du FSB avec le FMI	100%
REGULATION PRUDENTIELLE	
Amélioration des dispositifs contra-cycliques, des ratios de fonds propres et des provisions	50%
Harmonisation de la définition des fonds propres	50%
Réforme des normes comptables pour diminuer leur pro-cyclicité	50%
Le Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) doit proposer la création d'institutions de supervision	100%
Adoption du cadre de Bâle II avant 2011 par les places financières du G 20	50%
Révision des modèles de gestion des risques	25%
Aide du Comité de Bâle sur les stress tests	25%
Les institutions financières doivent s'engager à communiquer en temps réel aux autorités compétentes	0%
Les régulateurs locaux doivent renforcer les règles de protection des investisseurs	25%
PERIMETRE DE REGULATION	
Prise en compte des contraintes de macro-régulation dans les lois applicables au secteur financier	25%
Amélioration des obligations de reporting des risques pour les institutions financières	25%
Revue des lois applicables au secteur financier	25%
Supervision étatique des firmes « too big to fail »	100%
Recensement des hedge funds et de leur gérant	75%
Standardisation des marchés de dérivés de crédit	25%
Réactivité accrue des périmètres de réglementation	25%
TRANSPARENCE	
Evaluation de transparence des régimes judiciaires	100%
REMUNERATIONS ET INCITATIONS	
Etude du lien entre rémunération et prise de risque	100%
Supervision étatique des rémunérations dans les firmes aidées par les Etats	100%
PARADIS FISCAUX ET JURIDICTIONS NON COOPERATIVES	
Appel en direction des paradis fiscaux à adhérer aux standards internationaux	100%
Appel à adopter les standards GAFI d'échange d'information	100%
NORMES COMPTABLES	
Amélioration des normes dans le double respect de la fair value et de la liquidité	50%
Réduction de la complexité de la valorisation des instruments financiers	50%
Prise en compte spécifique des provisions pour dépréciation d'actifs financiers	25%
Meilleur reflet des engagements hors-bilan	0%
AGENCES DE NOTATION	
Supervision des agences de notation	25%
Adoption de réglementations anti conflit d'intérêt	0%

Source : communiqués de presse des institutions, évaluation des auteurs de ce rapport

Comme on le constate les réformes qui sont les plus avancées sont celles qui créent des organisations (100 %). Il est plus facile de créer des postes que de réformer les pratiques. Quand les régulateurs ont travaillé sur des sujets faisant déjà l'objet d'étude en vue de les améliorer ou sur des points dépendant directement d'autorités étatiques, les résultats ont pu avancer (50 %). Pour le reste, les problèmes qui sont les plus difficiles à résoudre au niveau global, ils ont peu (25 %) ou pas du tout (0 %) progressé. Ce cahier s'y intéresse tout particulièrement.

Biographie :



Arnaud-Cyprien NANA-MVOGO ; Diplômé du DESS Gestion Financière de l'Université Paris X Nanterre (promotion 2003), Arnaud-Cyprien Nana Mvogo, 33 ans, a commencé sa carrière au sein de la société luxembourgeoise d'ISR Euroconsumer S.A en tant qu'analyste financier. Trois ans plus tard, il a rejoint le département merger arbitrage d'Aurel BGC (anciennement Aurel Leven) où il a exercé des fonctions d'equity research sur les OPA Européennes. Arnaud-Cyprien Nana-Mvogo est actuellement analyste financier chez CM-CIC Securities au sein du Special Situations Group. Il est également intervenant externe en finance d'entreprise pour l'Ecole de Management Leonard de Vinci (EMLV), membre du comité d'organisation du Téléthon de la Bourse et de la Finance et trésorier adjoint d'une délégation locale de la Croix Rouge Paris.

Camille-Raphaël ARNAUD ; est actuellement étudiant au sein du **Magistère Banque-Finance** de l'Université Paris II Panthéon-Assas après son passage en classe préparatoire HEC au Lycée Sainte Croix de Neuilly. Il est également titulaire de deux licences d'économie-gestion : l'une de l'Université Paris-Ouest Nanterre La Défense, l'autre de l'Université de la rue d'Assas. Il est aussi Membre du **Club des Jeunes Financiers** ainsi que chargé de Mission au sein du **Centre des Professions Financières**.

Stages : **Banque de France** : Autorité de Contrôle Prudentiel, Paris. (2010)
Crédit Agricole CIB : Risk and Permanent Control, Paris. (2009)
HDF Finance: Middle Office, Paris. (2007)



I) Transparence des produits

a) Produits synthétiques

La recherche de la transparence a pour seul but d'essayer de détecter les risques systémiques qui résultent de l'abondance de produits opaques, circulant entre des agents financiers qui sont souvent à la fois prédominants dans la finance mondiale – et même « too big to fail »- et non recensés dans leurs activités cachées. Le recensement des activités est le préalable à la réglementation anti-crise.

D'après le rapport de la banque des règlements internationaux, le marché des dérivés de gré à gré (options, futures, etc.) représente un notionnel d'un montant tout à fait colossal : 600000 milliards de dollars.

Ces produits dérivés, qui remplissent trois objectifs -la couverture, l'arbitrage, la spéculation- se sont raffinés depuis leur création et leurs techniques ne cessent d'évoluer. Ce marché s'est considérablement développé depuis ces trente dernières années pour plusieurs raisons :

- L'apparition de déséquilibres macroéconomiques en économie ouverte et la disparition du système de change fixe en août 1971 ont tout précipité. Dès lors les monnaies fluctuent les unes par rapport aux autres et ainsi naissent les premières options de change.

- Le déphasage des cycles conjoncturels entre les Etats-Unis et les autres continents apparus dans les années 70 engendrent l'accentuation des différentiels d'inflation, des taux d'intérêt, des salaires

ainsi que des prix. On crée ainsi des produits nouveaux pour gérer la volatilité, les variations de taux d'intérêts, afin d'éviter de trop grands impacts sur les portefeuilles de titres.

- Le déclin des obstacles naturels a permis à la finance de dépasser les contraintes géographiques. L'espace se confond avec le temps, un même actif peut être traité partout dans le monde, au même moment, 24h/24. Ceci est surtout dû à l'essor des moyens de télécommunication qui a permis une meilleure qualité d'information, ainsi que la négociation sans interruption de toutes les classes d'actifs partout dans le monde. Ainsi, la technologie de l'information a joué un rôle déterminant dans l'innovation financière

- Les innovations financière sont sources de richesses considérables. Les profits financiers dégagés par les innovations sont sans commune mesure avec les profits industriels des entreprises. Mais l'industrie des dérivés étant à l'origine de richesses qui n'ont pas la même matérialité que les richesses passées, elles ont une plus forte probabilité de disparaître ou de réapparaître.

- La collectivisation des actifs dans le monde est également un facteur d'accroissement de la volatilité (fonds de retraite, compagnies d'assurance, etc.). Or, là où il y a volatilité il y a profit potentiel. On distingue trois grands pôles de domination : États-Unis, Asie et pays émergents, Europe, qui provoquent une plus grande volatilité des cours et des indices, et ainsi améliorent les innovations et les possibilités de profits.

- La technique de la titrisation qui permet de mobiliser son bilan en transformant des créances bancaires en titres négociables proposés aux investisseurs a aussi dynamisé l'industrie financière. Elle est née aux US dans les années 70 pour remédier au risque de transformation des Savings & Loans. Le champ d'application s'est étendu aux créances immobilières, automobiles, et de consommation en général. Le rendement de ces titres étant généralement supérieur à ceux du marché financier, ils ont eu beaucoup de succès. En France, la loi du 23/12/1988, qui crée les Fonds Commun de Créances (FCC), a également introduit la titrisation. Elle a mis en place des FCC sans personnalité juridique morale qui émettent des parts représentatives de créances. Mais la titrisation est limitée en France à cause de la réglementation mais aussi d'un marché secondaire inactif. C'est une des raisons qui expliquent que les banques françaises ont mieux résisté à la crise financière que leurs homologues étrangers.

Cependant, la précarité des produits synthétiques demeure. L'innovation contient un risque d'échec car si elles permettent de couvrir un risque elles peuvent en introduire de nouveaux.

La transparence des produits synthétiques avance-t-elle ?

b) Options et produits dérivés

La marche vers la transparence des produits dérivés a peut-être commencé aux Etats Unis. Le 13 mai 2009, l'administration Obama, à travers son secrétaire d'Etat du Trésor, Geithner, a annoncé le principe d'une réglementation des marchés des produits dérivés. Ce marché est actuellement fortement décrié en raison de son opacité car la plupart des transactions se déroulent seulement par téléphone entre les banques et leurs clients. De plus, il est contrôlé à 90% par seulement quatre établissements outre-Atlantique (JP Morgan, Bank of America, Citigroup et Goldman Sachs). Warren Buffett est même allé jusqu'à comparer ces produits à «des armes de destructions massives» pour la finance.

Les autorités américaines souhaitent créer une supervision prudentielle et une régulation de ce marché. Appuyée par la SEC (Securities and Exchange Commission) et la CFTC (Commodity

Futures Trading Commission), l'administration Obama veut imposer la tenue d'une comptabilité avec la publication de rapports, permettant aux régulateurs de fixer des limites quant aux positions prises par les acteurs de ce marché grâce à la standardisation des produits et leur compensation de manière centralisée.

Le projet a pour ambition de se protéger contre un risque systémique en créant un marché moins fragile, en améliorant son efficacité et sa transparence.

Mais cela apparaît comme étant difficilement atteignable.

La pensée économique standard croit en effet que l'origine de la crise se focalise sur les asymétries d'information entre vendeur et acheteur de couverture. Pour elle, la sortie durable de la crise passe par le rejet de cette relation bilatérale et, par conséquent, par la création d'un marché organisé, et donc transparent, doté d'une chambre de compensation. Cette posture théorique ne tient absolument pas compte de l'histoire de ces marchés et notamment de leur dynamique incroyable depuis leur origine.

En effet la valeur de ces produits n'a cessé de croître au cours des dernières années pour atteindre les 600 000 milliards de dollars. Or en 1988, ces marchés ne s'élevaient qu'à un peu moins de 1000 milliards de dollars. Cela ressemble aux mouvements intervenant lors de la formation de bulles...

Les fameux CDS (Credit default Swaps) sur lesquels la focalisation s'est portée à propos de la chute d'AIG ne représente qu'une faible part, soit 7%. Le marché des CDS se standardise. Depuis le 9 mars 2009, les CDS peuvent être compensés aux Etats-Unis à travers ICE Trust, filiale d'Intercontinental Exchange. Les dix banques d'investissement anglo-saxonnes telles Goldman Sachs, JP Morgan ou Deutsche Bank, qui sont à l'origine de cette initiative, commencent à recourir à la chambre de compensation. À la date du 1^{er} mai 2009, ICE Trust avait ainsi compensé 2.493 transactions, portant sur un volume notionnel de 257 milliards de dollars de CDS (soit seulement 0,6 % du total des CDS émis).

Si l'on s'attache maintenant aux seules transactions, plusieurs travaux démontrent que la part des transactions mondiales portant sur les biens et services, soit sur l'économie réelle, représente moins de 3% de l'ensemble des transactions des marchés monétaires du monde entier. Parmi les autres transactions, celles qui relèvent des marchés de produits dérivés occupent au contraire, elles, 94% des échanges !

Cette immense industrie financière issue de la dérégulation n'est donc pas prête de décroître et sa régulation s'en trouvera d'autant plus compliquée. La couverture des risques dans un marché dérégulé sera quant à elle toujours plus abondante.

Selon un des derniers rapports trimestriels de la banque des règlements internationaux, les encours notionnels des contrats de couverture ont augmenté de 10,5% à fin juin 2009. Cela marque d'une certaine façon la fin de la crise financière et le redémarrage des marchés de gré à gré. En effet après avoir accusé un recul notable, le marché des produits dérivés est reparti de l'avant au premier semestre 2009. Les encours sont revenus à 604 000 milliards de dollars après une baisse de 20% six mois plus tôt. Les banques d'investissements étant l'acteur principal de ce marché ainsi que les sociétés de gestion pour gérer leurs risques, cela traduit la nouvelle bonne santé de ces établissements. Sur ce marché s'échange à la fois des contrats de couverture sur l'évolution des devises, des actions, des matières premières, des taux ainsi que sur les indices boursiers. La BRI note particulièrement que la croissance s'est concentrée sur les swaps et les options à long terme, alors que les banques centrales commencent tout juste à envisager une sortie de leur politique monétaire de crise. Les intervenants craignant de nouvelles turbulences sur les taux, ils décident de se couvrir en masse.

À l'inverse, le compartiment des contrats CDS a vu son encours continuer de chuter comme on peut le voir dans le tableau récapitulatif ci-dessous.

Les marchés du crédit n'ont commencé à se détendre qu'à partir de la mi-mars, grâce aux effets des interventions des banques centrales. Résultat, la valeur des contrats déjà existant avait fortement augmenté en 2008, pour commencer à se replier depuis le début de 2009.

Tableau 2 : Encours notionnels des contrats dérivés échangés de gré à gré, (en milliers de milliards de dollars)

	juin-07	déc-07	juin-08	déc-08	juin-09
Devises et change	48,6	56,2	63	44,2	48,8
Taux d'intérêt	347,3	393,1	458,3	385,9	437,2
Actions	8,6	8,5	10,2	6,2	6,6
Matières premières	7,6	8,5	13,2	3,8	3,7
CDS	42,6	58,2	57,4	41,9	36
Autres	61,7	71,2	81,7	65,4	72,2
TOTAL	516,4	595,7	683,8	547,4	604,5

Source : bis.org

c) La titrisation

Il est admis de dire que la titrisation a d'abord permis aux banques de rendre plus liquides leurs bilan, avant de contribuer à renforcer la crise.

La titrisation est la technique de montage financier qui consiste à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances transformant ces dernières par le passage à travers une société ad hoc (Fonds Commun de Créances), en titres financiers émis sur le marché des capitaux.

En effet, on peut imaginer que, les créances étant adossées à des futurs cash flows plus ou moins garantis, le regroupement de des créances puisse à la fois mitiger le risque et servir le cédant, soucieux d'obtenir un euro tout de suite plutôt qu'un euro + x demain.

Sur le plan pratique, l'établissement cédant crée un FCC qui à son tour émet des titres appelés Asset Backed Securities ou ABS. Les investisseurs achètent ces ABS qui sont notés par les agences de notation en fonction de la qualité des flux sous jacents adossés à ces titres.

Le terme ABS est une typologie générique car la liste des produits concernés par la titrisation est la suivante :

- Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) : opération adossée à des crédits habitat hypothécaires
- Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) : adossé à des crédits hypothécaires commerciaux
- Collateralised debt obligation (CDO) : adossé à des dettes diverses (groupe les CBO et CLO)
- Collateralised Bond Obligation (CBO) : adossé à des obligations
- Collateralised Loan Obligation (CLO) : adossé à des crédits à des entreprises
- Collateralised Commodity Obligation (CCO) : adossé à des options sur matières premières
- Collateralised Fund Obligation (CFO) : adossé à des parts de hedge funds ou de fonds de hedge funds
- Collateralised Foreign Exchange Obligation (CFXO) : adossé à des options sur devises
- Whole Business Securitisation (WBS) : adossé à des flux d'activité commerciale ou industrielle

Fin 2007, le marché Européen de la titrisation atteignait un total de 459 milliards d'euros et le double aux Etats Unis.

La titrisation, qui existe depuis Février 1970, a été encouragée dans un premier temps par son utilisation par le département américain au logement et au développement urbain.

Les problèmes liés à la titrisation sont survenues quand la croissance de ce segment s'est accompagné d'un éloignement croissant des émetteurs et des investisseurs ont contribué à opacifier et à complexifier le système.

Le G20 a d'abord ignoré, dans sa communication vis à vis du public, le problème de la titrisation, pour se concentrer sur des sujets plus médiatiques comme les hedge funds, notamment du fait du manque de données agrégées sur le sujet et sur sa relative technicité.

Pourtant, les problèmes suivants avaient été identifiés, suite à l'abolition du Glass Steagall Act qui avait donné aux banques d'investissement l'accès à ce marché :

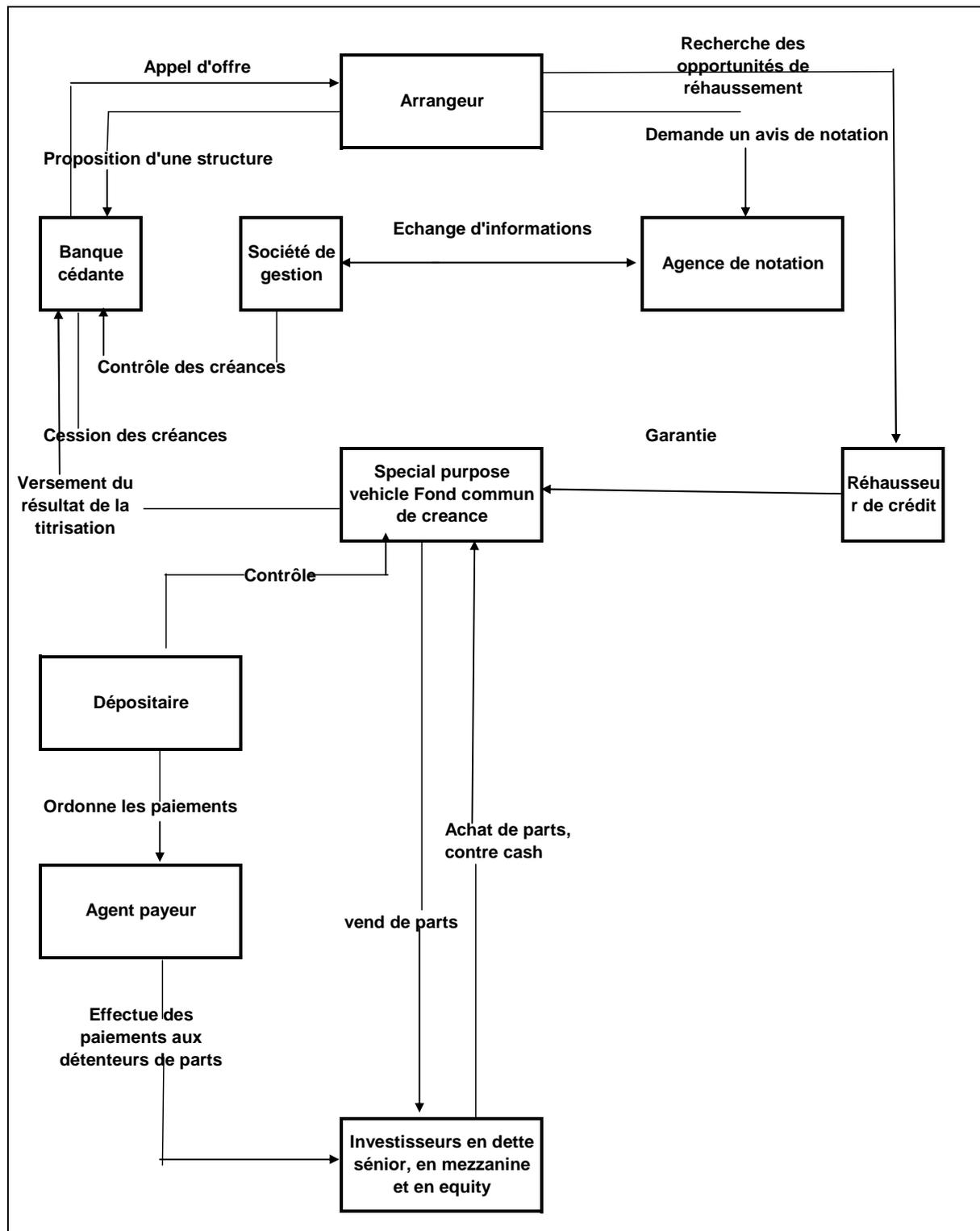
- sous-évaluation des risques initiaux
- hétérogénéité des pools de crédits (hypothécaires, de prêts étudiants et de consommation) et des risques associés
- mauvaise anticipation du retournement du marché immobilier.
- manque de clairvoyance des régulateurs qui ont laissé se développer des marchés de gré à gré
- absence de marché secondaire et de clearing des positions à risque
- croyance trop forte en la continuité de la liquidité du marché
- création de structures parallèles par les banques pour échapper aux contraintes réglementaires en capital.

Le sommet de Londres a abouti à ce que les Etats imposent aux banques gardent une partie des titres dans leur bilan sans qu'aucun ratio ne soit fixé. Mais il serait donc excessif d'affirmer que les changements soient radicaux

Le Parlement Européen et le et le Conseil européen avaient également approuvé un texte fixant aux banques engagées sur des véhicules spéciaux des tâches précises de surveillance des risques et attribuant aux parts de titrisation figurant dans le portefeuille d'actifs négociés (« trading book ») la soumission aux mêmes règles prudentielles que celles applicables aux actifs détenus jusqu'à terme (« banking book ») mais le texte a été suspendu le temps que le Comité de Bale traite du sujet.

Le pooling et le netting de la titrisation se heurte en effet à un manque de standardisation des produits, notamment, mais le souci demeurant non résolu demeure dans la connexion qui existe entre l'usage des techniques de titrisation, d'allègement des bilans bancaires par sortie des actifs vers les SPV ou par achat de ces actifs par des hedge funds en relation avec le prime broker maison et le risque de liquidité et ses conséquences que ces techniques font peser sur l'ensemble de l'édifice.

Graphique 1 : schéma des relations dans une opération de titrisation



Source: Agefi, CFO News, Finmarkets.

d) Vers la standardisation

La question de la titrisation a montré à quel point le problème de manque de standardisation des produits a été central dans cette crise. Sur le marché actions, l'existence de marchés organisés traitant de produits indifférenciés permet de sortir des relations exclusives du gré à gré et d'échanger des produits identifiés mais de manière anonyme par l'intermédiaire d'une place de marché neutre. Avec les placements de produits titrisés, c'est bien à l'échange de produits non identifiés entre parties prenantes connues (et éventuellement en conflit d'intérêt) auquel le marché assiste. Améliorer et mieux réguler le marché de gré à gré des produits dérivés est un point qui figure dans le communiqué final du G20 de Pittsburgh.

Les professionnels et les utilisateurs de produits dérivés, structurés ou titrisés soulignent les inconvénients qui surviendraient en cas de standardisation de ces produits. C'est la raison pour laquelle les clients font appel à des banques ou à des courtiers pour le design de produits sur mesure répondant à un besoin précis, sans se soucier de la façon dont les prêts sont ensuite repackagés en second lieu une fois qu'ils ont été souscrits. L'Association Française des Trésoriers d'Entreprise (AFTE) souligne par exemple le fait que les entreprises ont besoin d'outils de couverture sur mesure pour gérer et couvrir leurs différents risques de change ou de taux d'intérêt de façon efficace, tant au plan économique que comptable, et qu'il ne faut pas négliger les aspects comptables, et particulièrement les contraintes de qualification et de documentation issues de la norme IAS 39, en particulier pour limiter les impacts en résultats de ces couvertures.

L'AFTE ajoute que standardisation de ces outils ne pourrait que réduire la flexibilité des entreprises et donc leur efficacité économique ainsi qu'engendrer une volatilité artificielle sur leurs résultats comptables. La standardisation des produits dérivés aboutirait à la qualification en « trading » des opérations de couverture qui ne sont pas parfaitement adossées aux risques qu'elles couvrent.

De plus, la standardisation implique l'usage de chambres de compensations, ce qui entraîne des appels de marge, le dépôt de collatéraux et l'immobilisation de lignes de crédit.

Sur le plan pratique, la standardisation des produits cherche à éviter deux écueils : les résistances internes des acteurs soucieux de demeurer dans le statu quo (au niveau des systèmes des usages et des produits) d'un côté, et le coût de la standardisation de l'autre.

Si l'on reprend les engagements de Pittsburgh concernant les produits OTC, à savoir que :

- dès lors que les contrats sont standardisés, les produits correspondants devront être échangés sur un marché réglementé ou une MTF (plate-forme électronique) et passer par une chambre de compensation
- les autres produits dérivés de gré à gré devront être soumis à des exigences en capital plus élevées
- le CSF jouera un rôle central dans le suivi de ces mesures, la prévention des abus de marché (manipulations de cours et délits d'initié) et le cantonnement du risque systémique

Et que l'on reprend également les étapes identifiées comme incontournables afin d'arriver à la situation désirée, à savoir :

- standardiser les contrats de dérivés OTC autant que possible selon des modalités communes aux Etats-Unis et à l'Europe
- ne pas se focaliser sur les seuls CDS, mais étendre le process aux dérivés sur taux et devises
- promouvoir la création d'une chambre de compensation soit par création d'une structure ex nihilo, soit par regroupement ou partenariat entre acteurs existants, tels LCH.Clearent et Eurex
- mettre en place, sous l'égide du CSF ou de l'OICV, des standards mondiaux de gouvernance des chambres de compensation.

- constituer une base de données européenne sur les dérivés standardisés, qui serait une alternative à la Trade Information Warehouse de la DTCC. A défaut, il est impératif que le CSF ou l'OICV défende et fasse respecter un principe d'accès libre et non-discriminatoire à l'information, en tant que bien public participant de la stabilité financière ;
- garantir que la directive « Abus de marché » du 28 janvier 2003¹²⁵(*) et la directive du 29 avril 2004¹²⁶(*) permettront bien de couvrir tous les produits dérivés négociés sur un marché réglementé ou organisé, en particulier les CDS et les dérivés corrélés aux titres d'un émetteur coté, et non pas uniquement ceux dont le sous-jacent est une action cotée.
- que la Commission européenne propose une directive sur les infrastructures de post-marché.

Alors on note qu'immanquablement, l'ancienne préférence de fait des autorités publiques en faveur d'une auto régulation des acteurs s'efface donc au profit de la nécessaire mise en place d'institutions et de mécanismes internes ou externes de contrôle des banques.

II) Les contrôles

a) Contrôle Interne

1) Complexité croissante des opérations bancaires

Depuis les années 90, le métier de banquier a considérablement évolué. Le monde financier s'est transformé en profondeur. Le volume des transactions a atteint des sommets. Les risques sont de plus en plus diffus et nécessitent une innovation permanente de la part des contrôleurs.

Les autorités de régulation sont conscientes des risques liés à cette nouvelle donne et savent qu'il est désormais difficile d'appréhender correctement l'industrie bancaire. La réglementation évolue en permanence pour saisir les nouveaux risques opérationnels. Les grands scandales bancaires mettent en lumière les failles du système de contrôle (Barings/Lesson 1995, Société Générale/Kerviel 2008, ...)

Mais le fait de construire des règles a posteriori laisse de façon indéniable des traces.

Au vue de la difficulté à contrôler le travail interne mené au sein des banques, elles doivent gagner la confiance du régulateur. Les récentes directives, notamment décidées au G20, vont dans le sens d'un renforcement en matière de contrôle interne. Cela repose en grande partie sur des dispositions de prévention et de supervision. Du côté des sanctions éventuelles, les coûts se veulent dissuasifs. Ainsi, les autorités de régulation mettent en place des règles précises fondées sur la réglementation prudentielle alors que les banques cherchent à réduire les coûts de ces dispositifs.

Cela laisse apparaître clairement un paradoxe entre l'intérêt public, représenté par les autorités de régulation, et l'intérêt privé (actionnariat) qui nécessite de maintenir un niveau de résultats satisfaisant. Cependant, les impacts en terme de réputation des établissements sont un enjeu si important aujourd'hui que le respect de l'intérêt public devient difficilement contournable.

2) Un besoin évident de réglementation

L'existence du contrôle interne n'est pas une nouveauté; en effet, celui-ci a toujours eu sa place au sein des établissements financiers. Aujourd'hui, un dispositif formel doit être impérativement mis en place au sein des établissements. Ce dispositif se veut dynamique. Aussi, un renforcement de la traçabilité des acteurs financiers s'avère être une solution pour éviter tout risque de fraude et ainsi surveiller de près l'activité bancaire. Il s'agit aussi d'apporter plus d'éthique à l'entreprise.

Les Etats-Unis, l'Europe et l'Asie ont été marqué par des scandales financiers à grande échelle où des manipulations comptables ont été commises : Enron, Worldcom, Citigroup, LTCM... Citigroup

s'était même fait sanctionner par la FED qui lui interdisait toute acquisition tant qu'elle n'avait pas renforcé son dispositif de contrôle interne.

Début 2008, la Société Générale a mobilisé la sphère économique et politique afin de faire face à la fraude spectaculaire dont elle a été victime.

Ainsi, cela a souligné l'importance de l'intervention publique pour trouver des solutions rapides. Les différents acteurs touchés directement ou indirectement ont eu besoin d'être rassurés d'autant plus que les investisseurs peuvent être lésés et qu'un risque systémique pourrait apparaître. Cependant, du fait de l'impact de ces informations sur les marchés financiers, une complexification s'ajoute en matière d'exigence et de transparence des informations financières communiquées.

C'est pourquoi diverses réglementations se sont imposées afin de réguler les manquements en terme de transparence financière des établissements financiers ou non.

3) Des normes transparentes pour plus de sûreté

Les banques, dans leur rôle d'intermédiaire financier, collectent des dépôts et octroient des crédits. Elles assurent donc le lien entre les agents à capacité de financement et les agents besoin de financement. Elles assurent également le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Le passif des banques étant composé en grande majorité de dettes, elles doivent trouver l'équilibre entre les emplois et les ressources.

Par ailleurs, le métier de banquier génère des risques de plus en plus complexes.

- Des risques de crédit pouvant résulter d'un défaut d'une contrepartie.
- Des risques de marché et de taux
- Des risques de liquidités
- Des risques opérationnels

La modernisation et l'internationalisation des flux financiers ont constitué, pour les banques, de nouvelles opportunités à travers des activités innovantes mais plus risquées. Cela a accru les moyens de financements pour l'économie, mais la concurrence s'y est développée également poussant les institutions financières à innover toujours plus et à se consacrer à des activités plus rémunératrices (de l'activité de crédit vers l'activité de marché). Cela a engendré par exemple la titrisation, ou le fait de pouvoir rendre liquides et négociables des créances qui ne l'étaient pas auparavant. Ainsi, pour être rentables, les banques prennent de plus en plus de risques. Cela devient nécessaire à leur survie financière face à des concurrents qui eux-mêmes prennent de plus en plus de risques.

Ainsi le bilan des banques s'est complexifié par l'apport de risques nouveaux. Il devient plus spéculatif et aussi plus pro cyclique comme a pu le montrer la dernière crise financière.

Le risque est donc inhérent à l'activité bancaire mais contrairement aux autres entreprises privées, il existe un risque de plus grande ampleur lié à la contagion que peut avoir une faillite bancaire sur le système financier et sur l'économie au sens large : on parle alors de risque systémique pour le système financier. Le fait qu'une institution faisant défaut entraîne d'autres établissements perturbe la stabilité globale du système. Cela est dû à une très grande interdépendance entre les établissements (il suffit de constater l'onde de choc provoquée par la faillite de Lehman Brothers). À cela s'ajoute le monopole des systèmes de paiement associé à une structure financière fragile.

Ainsi, on peut dire que le système bancaire est un pilier important de nos économies modernes, mais il demeure très fragile.

Les conséquences sont alors celles que nous avons constaté durant l'année 2008 : panique bancaire, recherche de la liquidité (et donc vente massive de titres), augmentation de la volatilité sur les marchés des changes et chaos généralisé sur les marchés financiers.

4) Régulation et contrôle interne

Dans ce contexte, les autorités de régulations apparaissent comme des acteurs essentiels. En effet, elles renforcent la transparence entre les déposants et les établissements bancaires car ils ne disposent pas individuellement des moyens nécessaires pour contrôler l'utilisation qui est faite de leurs dépôts. De plus, ils ne sont pas forcément aptes à apprécier le risque face à certains produits.

En plus de la dispersion qui dilue le pouvoir du contrôle, la banque développe progressivement des produits de plus en plus complexes renforçant l'opacité vis-à-vis du marché. Ainsi, le contrôle externe se révèle parfois, et trop souvent inefficace du fait de la difficulté à savoir ce que contiennent réellement les bilans bancaires qui s'orientent vers des produits et des services de plus en plus sophistiqués. L'appréciation des risques sous-jacents devient alors une des difficultés majeures.

La mise en œuvre d'une réglementation devient alors primordiale. Les autorités mettent d'abord en place un cadre normatif dans le but d'encadrer les activités des banques ; notamment du point de vue des règles prudentielles visant à imposer des ratios de solvabilité minimums à respecter.

Aussi, les réglementations allient désormais le dynamisme bancaire et la limitation des risques. En effet, un cadre trop normatif et restrictif tend à encourager la créativité bancaire à travers de nouveaux produits dans le but de contourner une réglementation trop coûteuse. Pour stopper ce jeu où les autorités ajustent la réglementation une fois le risque avéré apparu et où les banques contournent en permanence, et de façon légale, celle-ci, Bâle II a essayé de mettre en place un dispositif de souplesse et la flexibilité nécessaire à l'adoption par les banques d'un cadre à la fois sécurisant et évolutif. Les régulateurs deviennent ainsi dépendants en partie des contrôles internes de la banque. Ainsi ils mettent l'accent sur l'évaluation de la qualité et de la rigueur des procédures de contrôle interne des risques auxquels sont exposés les établissements. L'évolution du système réglementaire se veut donc plus réactif au risque et vise à une meilleure allocation du capital dans l'économie. Cela repose sur la responsabilisation des acteurs quant à leur dispositif de contrôle en permettant d'utiliser des dispositifs internes pour définir les fonds propres réglementaires. Bâle II a une certaine flexibilité dans le mécanisme de notation interne des contreparties sur lesquelles la banque est exposée. Aussi, la mise en place d'une éthique comme composante préalable à tout dispositif de gestion des risques alliée à un renforcement de la supervision et des sanctions éventuelles, devraient permettre d'accroître la qualité de ces contrôles.

Le métier de banquier reposant sur la confiance, les différents partenaires des banques ont aujourd'hui besoin d'être rassurés. La récente directive MIF (Marchés Instruments Financiers) permet aux clients de recevoir beaucoup plus d'informations qu'auparavant même si celles-ci peuvent parfois rester obscures. La confiance est alors au cœur de la relation entre le client et la banque.

5) Un métier d'avenir

C'est pour cela que le contrôle interne doit être sûr et éviter tout conflit d'intérêt. Les sanctions éventuelles doivent donc être dissuasives pour s'assurer que chaque acteur joue le jeu. En effet, la

nouvelle réglementation et la supervision des banques s'appuient désormais sur la prise en compte des dispositifs internes des établissements et doivent donc être d'une qualité irréprochable.

Au final, chaque grande institution bancaire a mis en place un contrôle interne rigoureux. Dans les faits, la mise en place d'un tel système a un coût certain, et nombreuses sont les banques, qui devant une situation financière délicate, n'hésitent pas à couper dans ce budget. Aussi, les banques ne recrutent pas encore assez d'experts du contrôle interne et la qualité du contrôle en ressort parfois affecté.

b) Contrôle externe public

De la démarche client à la publication des résultats, les banques sont en théorie extrêmement contrôlées par les autorités. Le Basel Committee on Banking Supervision a acté le principe de la responsabilité locale du contrôle bancaire, par pays.

En France et en Europe continentale, des organismes de type commission bancaire ou commission des marchés sont toujours en charge de cette mission de contrôle.

Ces organismes avaient été renforcés après la crise des années 90, qui avait touché en France le Comptoir des entrepreneurs, le Crédit Lyonnais (Altus, International Bankers et la SDBO), la Banque Worms et la Banque Commerciale Privée.

En 2009, Les banques françaises sont soumises au contrôle de la Banque de France, qui leur délivre un agrément pour qu'elles puissent exercer leur activité.

Les compagnies d'assurance sont placées sous la supervision de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (Acam), qui a remplacé en 2005 le Comité de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance (CCAMIP). Enfin, l'Autorité des marchés (AMF) veille au bon fonctionnement des marchés financiers.

On aurait pu imaginer qu'un tel dispositif était de nature à couvrir l'ensemble des risques posés par les activités bancaires : cependant, deux points limitent la bonne réalisation de la mission :

- taille et moyens des organismes de contrôle face à l'ampleur de la tâche à mener
- zones interstitielles du shadow banking

Imaginons une grande banque française universelle type, active à la fois dans la banque de détail, la banque de marchés et gestion collective sans oublier l'assurance, le tout avec un siège social à Paris et une branche à Londres.

Voici son schéma de supervision.

Tableau 3 : schéma de supervision des banques universelles françaises

Banque Universelle							
Metier	Banque de detail	Gestion d'actifs pour compte de tiers	Banque d'investissement	Private Equity / Investissement en capital	Assurance	Credit a la Consommation	
Agrement FR	Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement	Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement	Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement	Autorite des Marchés Financiers	Comité des Entreprises d'Assurance	Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement	
Supervision FR	Commission Bancaire	Autorite des Marchés Financiers	Autorite des Marchés Financiers	Autorite des Marchés Financiers	Centre technique des institutions de prévoyance	Commission Bancaire	
Alertes sur operations	Tractfin (Minefi)				Commission des Controle des Assurances	Banque de France	
Supervision UK	Bank of England	Financial Services Authority					
Association Professionnelle	Association Française des Banques	Association Française de Gestion Financière	Association Française des Banques	Association Française des Investisseurs en Capital	Federation Française des Societes d'Assurance	Association Française des Sociétés Financières	

Source : site des autorités

La multiplicité des acteurs n'est effectivement pas un gage d'exhaustivité du contrôle, car, non seulement les responsabilités sont fragmentées, mais en plus certains segment échappent a la supervision

L'arrivée des techniques et des produits de la gestion alternative au sein des banques et l'internationalisation des opérations, rend les autorités nationales moins pertinentes pour établir une cartographie exhaustive et synthétique des risques auxquels toute une institution financière est confrontée.

Tableau 4: 2eme schéma de supervision des banques universelles françaises

Banque Universelle									
Metier	Banque de detail		Gestion d'actifs pour compte de tiers		Banque d'investissement		PE / Invest en capital	Assurance	Credit a la Conso.
Agrement FR	Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement	Special Purpose Vehicules des HNWI	Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement	Internalisation des ordres, places alternatives	Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement	Trackers de fonds, "managed account"	Autorite des Marchés Financiers	Comité des Entreprises d'Assurance	Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement
Supervision FR	Commission Bancaire		Autorite des Marchés Financiers		Autorite des Marchés Financiers		Autorite des Marchés Financiers	Centre technique des institutions de prévoyance	Commission Bancaire
Alertes sur operations	Tractfin (Minefi)							Commission des Controle des Assurances	Banque de France
Supervision UK	Bank of England		Financial Services Authority				Financial Services Authority		
Association Professionnelle	Association Française des Banques		Association Française de Gestion Financière		Association Française des Banques		Association Française des Investisseurs en Capital	Federation Française des Societes d'Assurance	Association Française des Sociétés Financières

Source : site des autorités

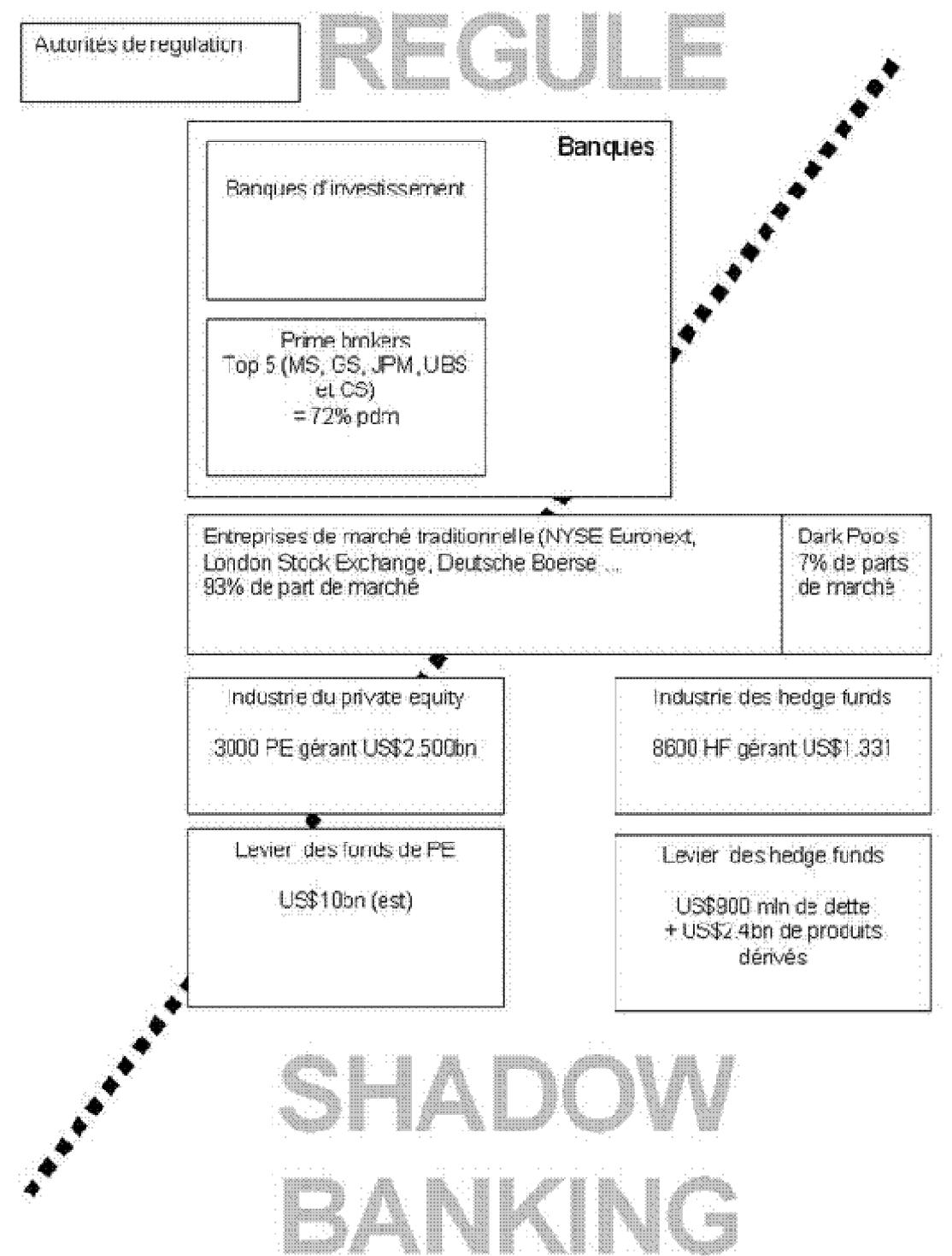
Les nouveaux produits et les nouvelles techniques constituent de nouveaux défis en termes de régulation.

C'est la constatation de véritables lacunes de régulation qui a poussé les autorités à renforcer les institutions.

Les différents G20 se sont donc concentrés sur ces points spécifiques.

Aux Etats Unis, le problème a été abordé de manière transversale, tandis qu'il existait déjà une telle structure en Europe : le Basel Committee on Banking Supervision et le Committee of European Banking Supervisors.

Graphique :shadow banking



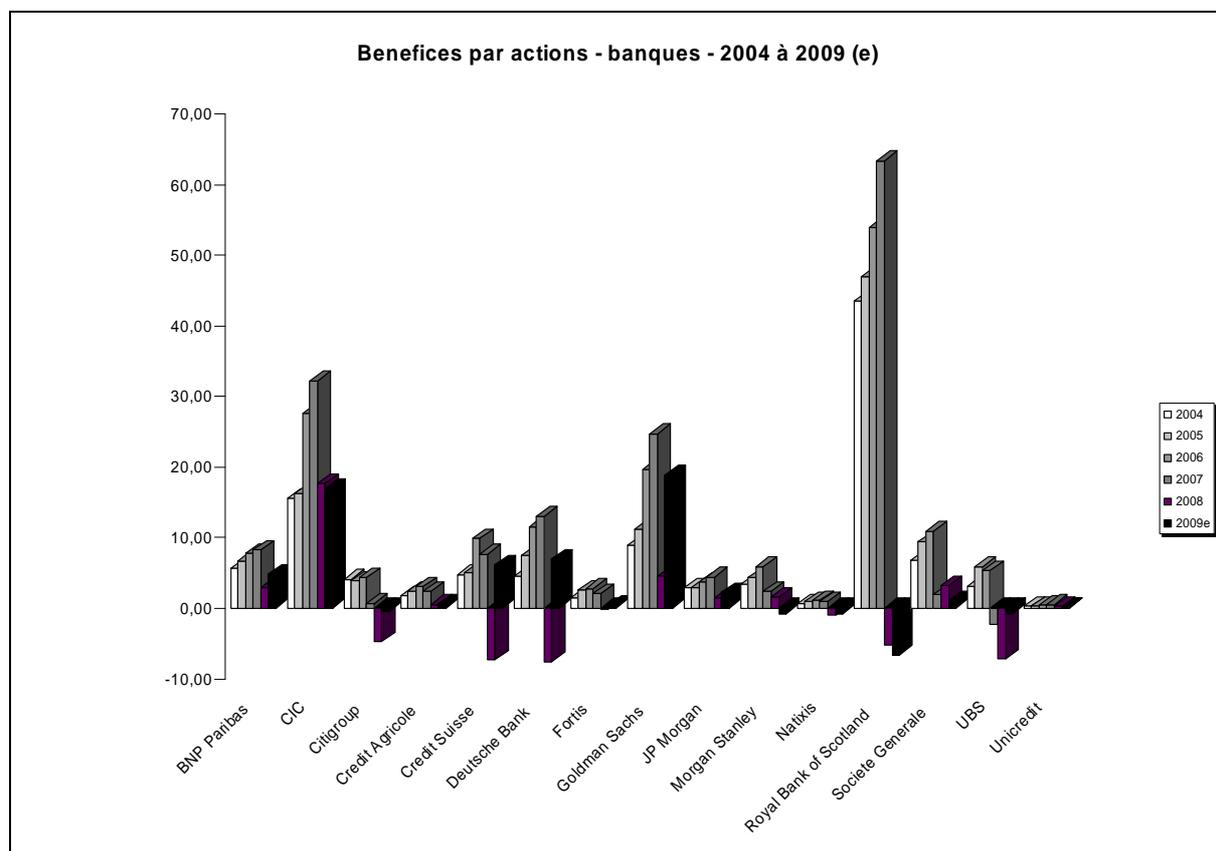
Source : Banque de France, EVCA, EurekaHedge, EurekaPE, AltAssets, topforeignstocks.com, Reuters, HES Geneve, Mc Graw Hill, iceecon.net

La future autorité de contrôle des banques et des assurances (ACP), placée sous l'égide de la Banque de France, regroupera la Commission bancaire, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI), l'Acam et le Comité des entreprises d'assurance (CEA). Elle sera composée d'un collège de seize membres et présidée par le gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer.

c) Contrôle externe privé

Si les gouvernements ont été contraints, d'une manière ou d'une autre, d'intervenir, c'est parce que les actionnaires des institutions financières, leur management, leurs employés voire les Etats de tutelle ont découvert de manière tardive l'importance des risques qui leur étaient associés ainsi que l'importance de la perte de rentabilité qu'elles auraient à supporter.

Graphique : bénéfices par actions des banques



Source : ExcelConnect

La chaîne de l'information financière commence au sein des directions financières des établissements pour se poursuivre au sein de l'équipe communication financière, chargée de délivrer aux marchés et aux parties prenantes une information fiable. Parmi les parties prenantes, les Etats, les salariés, les fournisseurs ou les clients sont à divers degrés intéressés par les résultats des banques, au même titre que les actionnaires. Dans leur tâche de production de l'information, les banques ne sont pas seules. Elles sont aidées, et contrôlées, par les cabinets d'audit, chargés de certifier les comptes.

Un nombre restreint de ces firmes contrôlent les banques de premier plan, comme le prouve le cas français.

Tableau 5: contrôles internes et externes des banques Françaises

Employés affectés au controle								
	Conformité	Controle Operationnel Permanent	Group Risk Management	Controle Periodique / Inspection Generale	Total	Cabinet 1	Cabinet 2	Caninet 3
BNP Paribas	928	492	954	829	3203	Deloitte	PriceWaterhouse Coopers	Mazars
CIC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	Ernst & Young	PriceWaterhouse Coopers	
Credit Agricole	606	n/a	n/a	866	2300	Ernst & Young	PriceWaterhouse Coopers	
Natixis	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	Deloitte	KPMG (Salustro)	Mazars
Societe Generale	n/a	n/a	800	150	3500	Deloitte	Ernst & Young	

Source : rapports annuels des sociétés

Cette concentration des cabinets d'audit est également une réalité au sein des banques non françaises :

Barclays	PriceWaterhouse Coopers
Credit Suisse	KPMG
Deutsche Bank	KPMG
Dexia	Deloitte & Touche
Fortis	KPMG
Goldman Sachs	PriceWaterhouse Coopers
JP Morgan	PriceWaterhouse Coopers
Morgan Stanley	Deloitte & Touche
Royal Bank of Scotland	Deloitte & Touche
UBS	Ernst & Young

Source : Bloomberg

Les cabinets d'audit qui certifient les comptes des banques doivent tenir compte de contraintes

- la complexité des opérations, leur fréquence, leur immatérialité et leur caractère transnational
- la pression des marchés qui demandent des clôtures rapides en termes de délais

De plus, l'indépendance n'est pas totale. Les banques paient leurs auditeurs (comme toutes les entreprises faisant appel à des commissaires aux comptes). Le système français de rotation des sociétés d'audit tous les 6 ans n'étant pas généralisé partout à travers le monde, on peut dire que la plupart des associés de ces cabinets en charge de la relation client ont une véritable épée de

Damoclès en tête : la perte du contrat avec le client. On pourrait des lors se demander si les firmes d'audit sont véritablement en mesure de d'indiquer aux parties prenantes l'existence de problèmes. Le G20 s'est attaché à analyser ce problème, sachant que, comme nous le verrons dans la partie suivante, le matériau sur lesquels les comptes sont bâtis ne sont pas forcément stables.

III) Combattre la pro-cyclicité

a) L'évolution des normes comptables internationales

1) La nécessaire évolution de l'IAS 39

La désormais célèbre norme IAS 39 était au cœur du débat lors de l'introduction des IFRS en droit européen dans les années 2003-2004 souligne Edouard Salustro, lorsque les banques, françaises notamment, avaient souligné les risques systémiques qu'elle pouvait faire peser en se combinant avec les règles prudentielles élaborées par ailleurs. Nous en avons eu la preuve lors de cette crise financière qui a placé de nombreux établissements dans le cercle vicieux du provisionnement à grande échelle, engendrant des pertes historiques.

La norme IAS 39 a donc était désignée, en partie, responsable des événements 2008-2009. Ainsi, l'IASB et le comité de Bâle ont dû, sous la pression du monde économique et financier, aménager rapidement cette norme de façon à ne pas encore plus plomber le bilan des banques déjà très affecté.

Le concept de la valorisation des actifs à leur « juste valeur » semble désormais être une grave erreur : le coût historique amorti n'est pas la solution car il y aurait un jour ou l'autre des abus. Il faut donc trouver un « savoureux mélange » entre toutes ces normes de façon à limiter l'impact sur les comptes mais aussi les abus et les tentatives de fraudes.

Le point positif de la crise aura été de mettre en relief cette défaillance sur les règles internationales de la comptabilité : le fait que la valeur de marché reflète la juste valeur est une aberration car cela suppose bien évidemment la pleine efficacité des marchés financiers. L'Histoire nous a toujours montré le contraire.

Le « mark to model » est une bonne alternative, mais le problème cette fois-ci réside dans sa définition. En effet, un aspect important du « mark to model » est sa subjectivité : chacun est libre dans son interprétation, ce qui à long terme n'est plus viable.

Les travaux de refonte du système international avance sûrement, mais la route est encore longue. Mais désormais, tout le monde s'accorde sur la nécessité d'une gouvernance et d'une architecture mondiales de la normalisation comptable.

2) Bruxelles et les réformes

En Europe, Bruxelles préfère attendre la fin des travaux de l'IASB visant à réformer la norme IFRS 9 sur les instruments financiers. Elle vise notamment à réduire significativement la complexité de ces produits. Les travaux se sont accentués sur l'évaluation de la classification des actifs à savoir la définition de la part respective de la comptabilisation à la juste valeur et de celle du coût historique amorti.

La Commission entérinera les changements proposés, en vue d'une entrée en vigueur prévue pour le 1^{er} janvier 2013, les institutions financières pouvant déjà procéder à une adoption anticipée depuis la clôture des comptes 2009.

Cependant la Commission s'est rendu compte qu'il était difficile de se prononcer sur un tel projet et qu'au final, très peu d'établissements financiers européens envisageaient de procéder à une adoption anticipée des mesures proposées. Ainsi la Commission ne s'est toujours pas prononcée définitivement sur les modifications envisagées par l'IASB et ce sera donc à la nouvelle Commission européenne et à son commissaire au Marché Intérieur, Michel Barnier, qu'il reviendra de trancher.

Les autres travaux sur la classification et l'évaluation des passifs, sur le provisionnement des créances douteuses, et sur la comptabilisation de couverture seront traités également au cours de l'année 2010.

b) Bâle II et normes prudentiels, vers l'introduction du provisionnement dynamique

Pour les banques et spécialement les banques d'investissement, la relation entre variation du prix des actifs et variation de la taille du bilan est positive. Les intermédiaires financiers ajustent activement leur bilan de façon à ce que le levier d'endettement soit important en période de croissance forte et faible en période de récession. Si un tel comportement est rationnel au niveau de chaque banque prise isolément, il génère de puissants effets négatifs sur le prix des actifs et accentue la cyclicité des économies.

Les fortes turbulences observées sur le marché du crédit durant cette crise ont ravivé les débats sur l'évolution du levier d'endettement des banques au cours du cycle économique et la pro-cyclicité des bilans bancaires.

Alors qu'elles avaient eu recours à un fort degré d'endettement lors de la période de forte croissance du crédit 2003-2006, les banques cherchent en effet aujourd'hui à réduire fortement leur levier. Pour atteindre cet objectif, deux choix s'offrent à elles: lever des capitaux, ou vendre des actifs. Dans ce dernier cas, la réduction de la taille des bilans peut avoir pour effet d'amplifier le cycle du crédit, c'est-à-dire freiner l'octroi de crédit et par là-même les investissements et la croissance.

Il a été jugé très préoccupant qu'il y ait des effets potentiellement pro-cycliques à partir des règles prudentielles et comptables qui s'appliquent aujourd'hui aux banques. Ces effets pro-cycliques s'exercent à travers le mode de calcul des fonds propres réglementaires ; les règles de calcul des provisions ; et enfin le mode de valorisation comptable des actifs financiers (fair value).

- La pro-cyclicité des règles telle que prévue par les normes IAS favorisant la volatilité des résultats et des bilans au cours du cycle, l'idée d'un renforcement des exigences prudentielles durant la phase favorable du cycle, et inversement d'un assouplissement de ces contraintes en période de récession semblerait être une solution. Dans le cadre de Bâle II, le superviseur pourrait notamment imposer une base de fonds propres supplémentaires aux banques, notamment lorsque celles-ci dépassent un certain degré de levier durant la phase favorable du cycle. Ce point est souvent abordé au sein de la FED concernant les banques d'investissement.
- Une modification des règles comptables en matière de provisions pour pertes afin de permettre une politique de provisionnement dynamique au cours du cycle par les banques pourrait être également explorée.
- Aussi, en période de stress de marché, les mécanismes de fair value devraient faire également l'affaire d'une refonte afin de permettre une moindre détérioration des bilans à une aussi grande vitesse.

1) Le caractère pro-cyclique des règles prudentielles, tentatives de correction

Les effets pro-cycliques du cadre prudentiel et comptable sur les variations des bilans bancaires ont

été mis en évidence durant les années 2008 et 2009. En effet, loin d'atténuer les évolutions des bilans bancaires au cours du cycle, donc d'être un facteur de stabilité financière, les règles prudentielles et comptables les amplifieraient.

Aux Etats-Unis, le problème est aggravé par la diversité des régimes auxquels sont soumises les banques. La plus grande partie des banques commerciales restent dans l'ensemble soumises à un régime de supervision de Bâle I, complétée par les critères du superviseur bancaire en matière de fonds propres (Passage aux normes de Bâle II progressif). Quant aux banques d'investissement, elles sont, depuis 2004, soumises à la surveillance de la SEC qui leur applique les standards de Bâle II. Le débat sur la pro-cyclicité s'applique donc à des règles prudentielles parfois très différentes entre banques.

De plus, les règles prudentielles ne sont pas les seules en cause. Les règles comptables, notamment celles relatives à la provision des risques et aux règles de valorisation des instruments financiers en fair value sont également à prendre en compte.

Enfin, règles prudentielles et règles comptables interagissent largement entre elles, ce qui rend particulièrement difficile l'identification des réels vecteurs de risque et de pro-cyclicité.

Les règles de calcul des fonds propres doivent donc être plus claires et plus strictes pour tous les établissements bancaires afin de permettre une meilleure harmonisation du secteur.

Sous Bâle II, les règles de calcul des fonds propres réglementaires (pilier 1) s'appliquent sur les actifs pondérés du risque. C'est donc dans la mesure de cette pondération du risque que résident les facteurs de pro-cyclicité. Sous Bâle I, le ratio minimum de fonds propres ne couvrait que deux types de risques dans la définition des actifs pondérés : le risque de crédit et le risque de marché.

De plus, le rôle déstabilisant des agences de notation est évident. Cette pondération dépendait pour une large part des notations externes fournies par les agences de notation. Or, si les agences ont pour objectif de produire des ratings stables sur l'ensemble du cycle, l'expérience récente de certains produits structurés (comme les CDO) a montré que leur notation pouvait se révéler très instable au cours du cycle. Sous Bâle II, les facteurs de pro-cyclicité continuent de résider dans les notations fournies par les agences pour les banques qui choisissent la méthode standard pour le calcul du ratio de couverture des risques.

Cependant, l'innovation de Bâle II consiste à permettre aux banques de procéder à leur propre évaluation du risque de crédit et de marché à l'aide de leurs modèles internes (notations internes IRB A ou IRB B). Ainsi, on peut penser que l'approche de Bâle II est plus fluctuante si les notations internes des banques varient plus fortement au cours du cycle. Une autre crainte est celle qu'une trop grande uniformité des modèles internes utilisées par les banques engendrerait des mouvements similaires entre banques et accentueraient ainsi les mouvements du cycle. Toutefois, le Comité de Bâle a pris conscience de ces risques et a prévu plusieurs dispositions pour limiter ce risque de pro-cyclicité, notamment en autorisant une grande variété de modèles utilisés pour les notations et en précisant que l'horizon utile pour apprécier une notation du risque de défaut d'une contrepartie, normalement un an, peut s'étendre au-delà.

Le calcul du ratio de solvabilité, sous Bâle II, est complété par une surveillance accrue du superviseur dans le cadre du pilier 2. Ainsi, il peut très bien imposer un montant de fonds propres réglementaires supplémentaire à des fins de gestion contra-cyclique. Un tel mécanisme existe d'ailleurs déjà aux Etats-Unis, les banques devant présenter un ratio de fonds propres supérieur à 10% pour être qualifiés de suffisamment capitalisées. L'utilisation de stress-test fournit également un outil précieux au superviseur pour garantir la bonne adéquation des fonds propres face à l'évolution du risque au cours du cycle.

Au total, les craintes de pro-cyclicité du cadre prudentiel prévu par Bâle 2 paraissent plus faibles qu'auparavant.

2) Vers le provisionnement dynamique ?

Les provisions pour pertes passées par les banques constituent un élément important de la pro-cyclicité des bilans bancaires. Un moyen de réduire la cyclicité des résultats et des bilans bancaires pourrait passer par une politique de provisions dynamique de la part des banques, c'est-à-dire calculée sur toute la durée du cycle.

Or, les marges de manœuvre offertes par le cadre comptable pour ce faire restent faibles. Certes, le provisionnement est égal à la différence entre la valeur comptable des crédits au bilan et la valeur actuelle des flux futurs réellement attendus, et raisonne donc sur toute la durée de vie d'un portefeuille. Mais la philosophie de l'IAS 39 est de n'enregistrer ces provisions pour les pertes subies qu'en fonction d'un événement de pertes donnée et à partir des historiques de pertes constatées sur le passé : les pertes attendues d'événements futurs ne sont pas reconnues. Le dialogue entre le Comité de Bâle et l'IASB continue pour tenter d'adapter le cadre comptable des provisions sur l'ensemble du cycle, de manière à réduire le cycle des provisions.

Le provisionnement a les faveurs du ministre français de l'Economie. Le 2 Juillet 2009, Madame Christine Lagarde, se prononçait pour l'adoption rapide du provisionnement dynamique qui doit permettre aux banques de constituer des coussins de ressources en haut de cycle économique pour puiser dedans en bas de cycle.

Elle rappelait que la réforme des normes prudentielles est destinée à corriger leur pro cyclicité (et donc leur propension à aggraver les effets d'une crise). Les normes prudentielles dites de Bâle II sont accusées d'aggraver la crise en exigeant des banques plus de fonds propres quand le risque de défaut de crédit augmente.

Dès lors que les banques doivent mobiliser plus de fonds propres, elles sont contraintes de diminuer leurs prêts, au détriment du financement de l'économie. Et à l'inverse, ces règles poussent à l'emballement autour du crédit, quand l'économie est en phase d'expansion.

Déjà adoptée en Espagne, cette méthode de provisionnement dynamique revient à constituer des provisions sur des crédits par anticipation, avant d'éventuels défauts de paiement. Ainsi, en haut de cycle, l'établissement prépare des réserves qui lui éviteront de passer de trop lourdes provisions en cas de crise financière de façon à ne pas trop affecter ses résultats. Le provisionnement dynamique aurait donc un rôle de stabilisateur.

c) Agences de notation et l'accentuation de la pro-cyclicité

A la convergence du processus de normalisation de l'information comptable et de la financiarisation de l'information économique, les agences de notation ont toujours été prises dans un conflit d'intérêt dont l'ampleur a été révélée avec la crise.

En effet, la production des agences de notation est autant une synthèse de l'information disponible qu'un puissant indicateur attendu par les opérateurs de marché et donc facteur de décisions. Quand une agence de notation change sa note sur une entreprise, elle ne fait pas que refléter un changement d'état financier d'une société, elle déclenche aussi une vague de comportements automatisés. Le pouvoir des agences est donc sans commune mesure. La crédibilité de ces acteurs ne repose que sur

la réputation. En tant qu'organismes du secteur financier, les agences de notation ne répondent à aucun type de régulation particulière en dehors de l'éligibilité à l'External Credit Assessment Institutions délivré par les autorités européennes de marché et surtout la Nationally Recognized Statistical Rating Organization délivrée par la SEC.

Tableau 6: Agences de notations

Agence	Siege	Existe depuis	Staff	Chiffre d'affaires (mln USD)	Part de Marché	Bureaux	Visa US - Nationally Recognized Statistical Rating Organization	Visa Europeen - External Credit Assessment Institutions
Standard & Poor's	New York City, USA	1860	5000	2650	45%	23 pays	Oui	Oui
Moody's Investors Service	New York City, USA	1900	3000	1755	35%	29 pays	Oui	Oui
Fitch	Paris, France	1913	2100	881	15%	37 pays	Oui	Oui
A.M. Best Co., Inc	Oldwick, New Jersey, USA	1899	n/a	n/a	3%	3 pays (USA, GB, Hong Kong)	Oui	Oui
Dominion Bond Rating Service	Toronto, Ontario, Canada	1976	n/a	n/a	1%		Oui	Oui
Pacific Credit Rating	Lima, Perou	1993	n/a	n/a	nm	6 pays (Amerique Latine)		Oui
Japan Credit Rating Agency, Ltd	Tokyo, Japon	1985	90	n/a	1%			Oui
Rating and Investment Information, Inc	Tokyo, Japon	1975	n/a	472	nm	2 pays (Japon et HK)		Oui
Banque de France	Paris, France	1802	n/a	n/a	nm	5 pays (USA, CAD, FRA, ALL, RU)		Oui
Coface Rating	Paris, France	1946	6816	1682 Eur	nm	67 pays		Oui
Egan-Jones Rating Company	Haverford, PA, USA	1994	13	n/a	nm		Oui	
LACE Financial Corp	Frederick, Maryland, USA	1984	n/a	n/a	nm			
Realpoint LLC	Horsham, Pennsylvanie, USA	2007	42	n/a	nm		Oui	
Risk Metrics	New York City, USA	1994	1100	266	nm	13 pays		

Source : sites web des sociétés

Jusqu'à présent, il était admis que la sanction du marché aurait dû être le mode de régulation « normal » des agences de notations, mais les trois principales d'entre elles, qui trustent 95% du marché, après être passées au travers de la bulle Internet, n'avaient manifesté que peu de remise en cause de leurs méthodes de travail en début de crise, en dépit des critiques récurrentes émises à leur encontre.

Ces critiques sont de deux ordres : d'une part, comment des organismes payés par ceux qu'ils notent peuvent-ils émettre des recommandations indépendantes ? D'autre part, le timing des agences de notations, qui « dégradent » les notes des émetteurs une fois que la situation est dégradée, entraînant un surcroît de problèmes, est-il pertinent ?

Les sommets des G20 se sont donc emparés du sujet : il s'agit de renforcer la surveillance ».

IV) Les opacités admises

a) Marchés alternatifs, de gré à gré, hors contrôle

La recherche de transparence sur les marchés s'est heurtée à la fragmentation de ceux-ci, notamment du fait de l'explosion du nombre de plateformes de trading alternatif.

Les professionnels classent ces plateformes (dark pools) en 5 catégories : Dark pools indépendants, Dark pools possédés par des broker-dealers, Dark pools possédés par des consortiums, Dark pools possédés par des bourses et Aggrégateurs de Dark Pools.

Chi-X, le leader d'entre eux, est possédé par Instinet, elle-même filiale de la banque d'investissement Nomura. Chi-X annonce des tarifs si agressifs que la régulation aura peu de prise à court terme sur cette plateforme.

Dark pools indépendants

Instinet
SmartPool
Investment Technology Group (ITG)
Liquidnet
NYFIX Millennium
Pulse Trading BlockCross
RiverCross
Pipeline Trading Systems

Dark pools possédés par des broker-dealers

BNP Paribas Internal eXchange (BIX)
BNY ConvergEx Group (filiale de Bank of New York Mellon)
Citi - Citi Match
Credit Suisse - CrossFinder
Fidelity Capital Markets
Goldman Sachs Execution and Clearing
Knight Capital Group
Deutsche Bank Global Markets
Merrill Lynch
Morgan Stanley
UBS Investment Bank
Ballista ATS Ballista Securities LLC

Dark pools possédés par des consortiums

Turquoise (BNP Paribas, Société Générale, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley et UBS.)
Smartpool (Swiss bourse SIX, NYSE Euronext, JP Morgan, HSBC et BNP Paribas)
BIDS Trading - BIDS ATS
Level ATS

Dark pools possédés par des bourses

International Securities Exchange
The NASDAQ Stock Market
NYSE Euronext
BATS Trading
Direct Edge
Chi-X

Aggrégateurs de Dark Pools

Progress Apama

ONEPIPE - Weeden & Co. & Pragma Financial

Xasax Corporation

En Janvier 2010, le marché apprenait que Chi-X avait une part de marché sur les valeurs du FTSE 100 londonien de 27,26%. Au moment où les autorités cherchent à accroître la transparence des marchés et à re-centraliser le mécanisme de formation des prix des actifs, nous constatons que les dark pools n'ont jamais été aussi puissants.

En réalité, l'industrie de l'investissement alternatif a grandi à l'ombre d'un certain nombre d'opacités admises, que cela soit passé par l'usage de plateformes alternatives de trading, le recours aux paradis fiscaux ou la non cotation et le disclosure minimal d'informations. La raison est simple : les actifs négociés par la gestion alternative sont peu liquides et la réplique des stratégies par d'autres fonds réduisent, conformément à la théorie économique, les espérances de gain.

b) Les passerelles entre Private equities et marché des capitaux

Le dernier phénomène qui a marqué la période pré – crise concerne la bulle LBO et la façon dont l'industrie financière a géré le manque d'accès au marché des fonds propres pour les PME.

La solution a été de maximiser l'effet de levier en faisant supporter des risques accrus aux prêteurs. Mais le fait le plus marquant concerne la collaboration entre des fonds de private equity et des hedge funds, qui se sont de facto transformés en banque.

En effet, l'usage de l'effet de levier étant communes à ces deux catégories d'investisseurs, la bulle LBO a été alimentée par la concurrence sur certains dossiers de crédit ou de fonds propres, indifféremment étudiés par les hedge funds ou les fonds de private equity.

La connexion s'est faite au niveau des banques d'investissement, dont sont issus les gérants des fonds de private equity ou de hedge. Les banques d'investissement ont également fourni le capital et l'infrastructure nécessaire. Quand les expériences de l'investissement alternatif se sont révélées fructueuses, les banques les ont répliqué à plus grand échelle, soit en direct, soit par le biais d'indices, de produits reflète ou de dérivés. Dans ce domaine, la créativité n'a pas eu de limite.

Mais au delà des détails, c'est bien la philosophie de l'investissement alternatif qui constitue le lien entre les hedge funds et certains types de fonds de private equity : alors que les banques sont régulées et territorialisées, les hedge funds et les fonds de private equity utilisent abondamment les paradis réglementaires et fiscaux, pour des raisons de gain financier ou d'efficacité, mais aussi de manque de transparence. Pour que les fonds de private equity et les hedge funds arrivent à surperformer ou tout simplement à dérouler leur stratégie, ils doivent obligatoirement retarder au maximum le moment où ils seront copiés, de manière à profiter d'une inefficience passagère.

Les fonds de private equity et les hedge funds visent à rendre les marchés efficients, ce qui, paradoxe, oblige à ne pas faire de publicité de leur action, au moment de l'investissement. L'entrée des banques sur ce marché ne peut donc produire, par un effet de taille, qu'une diminution de l'inefficience et donc une hausse des cours.

Ainsi, la volonté explicite d'étendre le continuum de marchés, des plus liquides (actions, obligation cotées) aux plus illiquides (immobilier, infrastructure) en passant par les produits moyennement liquides (PME sous LBO, la cible typique des fonds de PE) s'est accompagnée d'une hausse généralisée du prix des actifs, et par la même, de leur risque.

C'est pourquoi le pouvoir politique américain a voulu interdire les banques de pouvoir investir dans des fonds de private equity ou de hedge funds. Non seulement cette réforme n'a pas encore pris effet, mais surtout elle ne règle pas la question des relations entre les banques et les fonds, notamment par le biais du prime brokerage.

L'importance du private equity et des hedge funds est l'illustration du monde nouveau dans lequel les autorités en charge de la régulation sont désormais tenues d'évoluer.

V) Les premiers rendus du Comité de Bâle III

Le Comité de Bâle a rendu, ce 12 septembre 2010, ses premiers arbitrages visant le ratio de fonds propres minimal pour les banques. Cette annonce a provoqué un certain soulagement au sein du secteur bancaire, qui devrait pouvoir rassembler les fonds propres supplémentaires sans faire appel aux marchés. Les rumeurs et les spéculations sont donc terminées concernant le devenir du principal ratio de solvabilité.

Le nouveau ratio de fonds propres de base et du coussin de sécurité atteint un niveau attendu de 7%. La durée de la période de transition pour sa mise en place s'étend de 2013 à 2018.

La ministre de l'Économie, Christine Lagarde, a qualifié cet accord « d'historique » et a mis en relief les avancées du Comité de Bâle.

Du côté de la Fédération Bancaire Française (FBF), on note toutefois que l'exigence de renforcement des fonds propres auquel conduit la réglementation constitue une crainte forte qui pèsera inévitablement sur le financement de l'économie (notamment sur le volume et le coût du crédit).

Jean-Claude Trichet, pour sa part, a défendu les nouvelles règles de Bâle III en indiquant que cet accord supprime l'incertitude et contribue ainsi à la consolidation de l'économie mondiale de façon notable. De plus, selon lui, elles n'affecteront pas le rythme de la reprise économique mondiale. En rassurant les marchés sur les risques de faillite d'un établissement bancaire, et en obligeant les banques à avoir des réserves plus vastes pour faire face à de nouvelles turbulences du système financier, cette réforme garantit un avenir plus serein.

Concrètement, les régulateurs des banques ont fixé le ratio de solvabilité qui sera exigé aux banques à 7% dont 4,5% de fonds propres « durs ». Ce vaste chamboulement du système bancaire et financier permettra, en théorie, une meilleure absorption des chocs économiques si une nouvelle crise de forte ampleur devait survenir.

Ainsi pour renforcer la qualité de ces fonds propres, le Comité de Bâle a décidé de relever le ratio de solvabilité Core Tier-1 de 2% à 4,5%, avec une sécurité de 2,5% supplémentaire, d'ici à 2019. Cela veut dire que 7% des activités de marché ou de crédit des banques devront être couvertes directement par les bénéfices mis en réserve de la banque et des actions.

Le ratio de fonds propres « Tier-1 » sera quant à lui relevé de 4% à 6%.

Par conséquent, les banques limiteront automatiquement leurs prises de risque et ne se lanceront pas sur des investissements de court terme douteux.

Si tout le monde s'accorde sur le fait que ces mesures vont dans le bon sens, des voix s'élèvent déjà pour dénoncer une « réformette ». En effet, certains économistes tablaient sur un ratio porté à 8% voire même 10%. De plus, ce ratio de 7% est déjà appliqué dans la plupart des banques européennes depuis le séisme Lehman Brothers d'il y a deux ans. L'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) et la Banque Nationale Suisse (BNS) estiment que les accords ne vont pas assez loin pour prévenir le risque de faillite d'une grande banque.

Pour Simon Johnson, l'ancien directeur des études du FMI, le ratio aurait dû être porté à 15%, voire même 20% en période de forte croissance économique.

Aussi, en matière de sanction, les banques sous-capitalisées ont peu à craindre puisque la seule pénalité imposée pour le moment serait l'interdiction de distribuer des dividendes mais elles n'auraient pas l'obligation de lever les fonds manquants.

Aux Etats-Unis, la refonte des normes prudentielles de Bâle III inquiète les banques. Elles redoutent une nouvelle vague de fusions et une plus grande consolidation du secteur bancaire. En période de difficultés économiques, elles sont confrontées à une double exigence qui tire sur les ratios de

solvabilité : répondre à la fois aux demandes de prêts des clients tout en renforçant leur niveau de fonds propres.

En Allemagne, le secteur a chiffré à 105 milliards d'euros l'écart qu'il y aura à combler, tandis qu'en France, Michel Pébereau, président de BNP Paribas, avance la somme de 150 milliards d'euros. Par ailleurs, la Deutsche Bank a officiellement lancé une augmentation de capital d'un peu moins de 10 milliards d'euros, principalement pour prendre le contrôle de Post Bank mais également pour garantir ses ratios de solvabilité.

Enfin, le Danemark et la Suède accusent les futures règles prudentielles de pénaliser leur système de crédits hypothécaires. De plus, pour ces pays, l'adoption du ratio d'effet de levier qui limite la capacité d'une banque à 3% de ses actifs semble inadaptée au système européen.

L'adoption de Bâle III et les nouveaux développements à venir sur les établissements systémiques se discuteront lors du prochain G20 de Séoul en novembre 2010.

Chronologie de la crise financière

Source : AFP, Bloomberg, Lexinter, la Tribune, Aurel BGC recherche économique, Reuters

8 Février 2007 : HSBC lance le premier "profit warning" de son histoire et indique que les impayés de crédits immobiliers à haut risque amputeront de 10,5Mds\$ ses bénéfices annuels

L'information se répand que les emprunteurs "subprime" sont défaillants. Le Federal Reserve estime les pertes à 50Mds\$. Un an plus tard elle les estimera à 400Mds€

Février 2007 : les défauts de paiements sur les crédits «subprime» se multiplient aux Etats-Unis et provoquent les premières faillites d'établissements bancaires spécialisés

23 mars 2007 : Kensington, leader du crédit immobilier à risques en Grande Bretagne, émet un sévère avertissement sur ses résultats.

8 mars 2007 : New Century Financial Corporation, deuxième établissement de crédit américain spécialisé dans les subprimes, indique qu'elle n'accepte plus de demande de crédit, ne pouvant se refinancer

2 avril 2007 : New Century Financial Corporation, numéro du "subprime" se place sous la protection d'une procédure Chapter 11

1er juin 2007 : Les indices CAC, DAX et S&P au plus haut

29 juin 2007 : Bear Stearns est obligé d'offrir 3,2 milliards \$ pour sauver un hedge fund en perte compte tenu des taux de défaillance sur les prêts hypothécaires. Les trois agences de notation maintiennent les notations de 200 milliards \$ qui ne respectent pas cependant les critères de notation fixés lors de l'émission des titres.

17 juillet 2007 : Le Dow Jones franchit les 14.000 points pour la première fois de son histoire

18 juillet 2007 : Les deux "hedge funds" de Bear Stearns ont perdu toute valeur. Bear Stearns a été fondée en 1923, elle avait résisté à la crise de 1929 et était un pilier de Wall Street

19 juillet 2007 : S&P abaisse la note de 418 titres liés au "subprime"

26 juillet 2007 : Les places financières dévissent sous l'effet de la crise des subprime aux USA; Le CAC 40 perd 2,78%, le FTSE 100 perd 3,5% et le Dow Jones 2,26%

31 juillet 2007 : Soutien de la banque allemande KfW à IKB Deutsche Industriebank (79 Milliards \$ d'actifs) qui a lancé un avertissement sur résultat

Août 2007: les places boursières chutent face aux risques de propagation de la crise, les banques centrales interviennent pour soutenir le marché des liquidités

2 août 2007 : Oddo ferme trois fonds monétaires dits "monétaires dynamiques"

6 août 2007 : Démission du n° 2 de Bear Stearns

9 août 2007 : BNP Paribas ferme temporairement trois de ses fonds d'investissement investis aux USA dans des actifs immobiliers titrisés dont l'encours a diminué de 400 millions€

Le CAC 40 perd 2,17% et le Dow Jones 2,83%

Les taux interbancaires s'envolent. Les autorités craignent l'assèchement du marché interbancaire.

La BCE injecte 24,8 Mds€ dans le circuit monétaire et la FED 24 Mds\$.

La BCE se déclare prête à satisfaire 100% des demandes des banques ;

Entre le 9 août 2007 et le 10 août 2007, la BCE mettra 150 milliards d'euros sur le marché et la Fed 62 milliards de dollars

13 août 2007 : Goldman Sachs injecte 3 Mds\$ dans un de ses fonds

17 août 2007 : La Banque Centrale américaine baisse son taux d'escompte de 6,25% à 5,75%

Le CAC 40 perd 3,13% et termine à son plus bas niveau de l'année en clôturant à 5.217 points

Les banques centrales américaine, anglaise et européenne injectent ensemble 330 Mds\$ dans le système monétaire

22 août 2007 : Lehman Brothers ferme sa filiale BNC Mortgage

23 août 2007: Bank of America investit 2 Mds\$ dans Countrywide Financial

14 septembre 2007 : Des milliers d'anglais font la queue devant les agences de la banque Northern Rock et retirent en 24 heures 1Md£. La Northern Rock est une ancienne "building society" . La Banque d'Angleterre, qui n'avait pas été appelée à intervenir en tant que prêteur de dernier ressort depuis 1970; consent un prêt garanti par l'Etat de 25Mds£. La Northern Rock est le numéro 5 du crédit immobilier au UK, 75% de son financement vient du marché monétaire. Elle a 216,8 Mds\$ d'actifs.

14 septembre 2007 : UBS doit passer 2,4 milliards d'euros sur des crédits hypothécaires américains

18 septembre 2007 : La Fed abaisse son principal taux directeur d'un demi-point à 4,75%

19 septembre 2007 : La Banque Centrale américaine abaisse son taux d'escompte à 4,75%

29 septembre 2007 : Merrill Lynch, troisième plus importante banque de Wall Street, annonce une perte de 2,24 milliards de dollars, son premier depuis six ans. Deux semaines plus tôt la banque prédisait des dépréciations d'actifs dans la division de trading de produits de taux de 5,5 milliards de dollars, les sous-estimant de 2,5 milliards de dollars. Le PDG de Merrill Lynch, Stanley O'Neal doit démissionner.

1er octobre 2007 : Citigroup annonce une chute de 60% de son bénéfice au troisième trimestre. UBS annonce pour 4Mds de FS de dépréciations d'actifs.

29 octobre 2007 : Démission de Stanley O'Neal, PDG de Merrill Lynch, qui a perdu 2,24 Mds \$

31 octobre 2007 : L'euro est au dessus de 1,45\$

31 octobre 2007 : Baisse de 0,25 point des taux de la Fed

4 novembre 2007 : Démission de Charles Prince, PDG de Citigroup

7 novembre 2007 : Record historique pour l'euro qui franchit le seuil de 1,47\$
Record historique pour le baril de pétrole à NY qui franchit les 98\$

14 novembre 2007 : Le fonds de pension de l'Etat de Floride annonce que sur les 50 milliards de dollars de placement à court terme gérés, 2,2 Mds€ sont désormais considérés comme des investissements spéculatifs. La plupart de ces titres sont des "asset backed commercial paper" d'une durée d'un an. Ils ont été acquis alors qu'ils bénéficiaient d'une bonne notation . Ils ont été déclassés par les agences de notation à la suite de la crise financière. Ces titres étant maintenant déclassés et relégués au rang de junk bonds, ils ne devraient pas être conservés d'après la réglementation des fonds de pension d'état, mais ils peuvent difficilement être vendus Ces déboires de l'Etat de Floride rappellent ceux qui ont amené à la faillite Orange County en 1994

27 novembre 2007 : Le fonds souverain d'Abu Dhabi prend 5% de Citigroup et apporte 7,5Mds\$

Début décembre 2007 : Début décembre, AIG affirme que la crise du « subprime » était désormais sous contrôle. AIG a annoncé que les secousses boursières consécutives à l'explosion de la bulle immobilière lui avaient coûté 352 millions de dollars à fin novembre. AIG devra réviser considérablement l'estimation de cette perte en février 2008

11 décembre 2007 : Baisse du taux de la FED de 0,25 points

12 décembre 2007 : Cinq banques centrales (BCE, FED, BoE, Banque du Canada et Banque nationale suisse) lancent une action concertée pour lutter contre la crise de liquidités. Ils fournissent 90 Mds\$ de financement à court terme pour les banques.

18 décembre 2007 : La BCE injecte 500 Mds\$ dans le système financier. La Banque d'Angleterre met aux enchères 20 Mds\$ de prêts à trois mois

8 janvier 2008 : Démission de James Cayne, PDG de Bear Stearns

17 janvier 2008 : Merrill Lynch annonce une perte de 9,8 Mds \$ au 4ème trimestre, autant que Citigroup

18 janvier 2008 : George Bush annonce un plan de relance de 150 Mds\$

21 janvier 2008 : Forte baisse des places boursières mondiales

22 janvier 2008 : la banque centrale américaine (Fed) baisse son taux directeur de trois quarts de point à 3,50%, une mesure d'une ampleur exceptionnelle. Il sera progressivement abaissé à 2% entre janvier et la fin avril.

11 Février 2008 : AIG annonce des problèmes de valorisation de son portefeuille de dérivés. AIG révisé les pertes annoncées en décembre 2007 à la hausse à hauteur de 5,23 milliards de dollars. La perte sur l'ensemble de l'exercice 2007 annoncée fin février pourrait même être encore plus élevée dans la mesure où la dernière estimation ne prend pas encore en compte le mois de décembre. Le groupe doit reconnaître que ses auditeurs avaient souhaité émettre des réserves sur la fiabilité de ses méthodes comptables. AIG estime avoir pris des mesures suffisantes pour valoriser correctement ses investissements dans des produits de type CDO et divers produits de couverture,

mais les investisseurs sont visiblement inquiets et le titre chute .. Les agences de notation ont prévenu qu'elles risquaient d'abaisser la note de l'assureur

Le coût de l'achat de protection contre le risque de défaillance d'une entreprise "investment grade" monte à 135 points de base

L'indice LCDX qui suit la valeur des prêts américains à haut risque tombe à un bas historique de 90,8

La Fédéral Reserve estime les pertes sur les subprime à 400Mds\$, huit fois l'estimation de 50 Mds€ faite un an auparavant. Les banques n'ont fait état que de 120Mds€ de pertes.

15 février 2008 : UBS a perdu 12,4 Mds de francs suisses au 4ème trimestre

17 février 2008 : la banque Northern Rock est nationalisée par le gouvernement britannique.

7 mars 2008 : La Federal Reserve offre 200 Mds de prêts à 28 jours aux banques et établissements financiers

11 mars 2008: les banques centrales conjuguent de nouveau leurs efforts pour soulager le marché du crédit.

12 mars 2008 : Les pertes liées au subprime sont estimées à 2.000 Mds\$

13 mars 2008 : Carlyle Capital Corporation (CCC) créé en 2006 par Carlyle Group pour spéculer sur les titres adossés aux crédits immobiliers américains, annonce sa probable faillite, compte tenu de 17 Mds\$ de dettes insuffisamment garanties

14 mars 2008 : La Fed accorde un prêt d'urgence de 28 jours à Bear Stearns et organise son achat par JP Morgan avec sa garantie

16 mars 2008: JP Morgan Chase annonce le rachat de la banque d'affaires américaine Bear Stearns à un prix bradé et avec l'aide financière de la Fed

18 mars 2008 : Baisse du taux de la Fed de 0,75% à 2,25%

21 mars 2008 : La BCE offre 24Mds\$ de prêts pour aider les banques; la Banque d'Angleterre offre 10 Mds\$ de prêts

1er avril 2008 : Deutsche Bank qui avait passé 759 Millions \$ de dépréciation sur l'exercice 2007 concernant les 36Mds€ de dette LBO prévient que les dépréciations pourrait atteindre pour le premier trimestre de 2008 2,5 Mds€
Démission de Marcel Ospel, PDG d'UBS

2 avril 2008 : Augmentation de capital d'UBS de 15 Mds de francs suisses
Augmentation de capital de Lehman Brothers de 4Mds\$

15 avril 2008 : Wachovia, banque de détail, quatrième banque américaine, annonce une recapitalisation de plus de 7 milliards\$ pour faire face à sa diversification dans l'immobilier. Cette augmentation de capital est nécessaire alors que la banque avait deux mois auparavant procédé à une augmentation de capital de 3,5 Mds\$.

Wachovia avait repris un spécialiste du crédit hypothécaire, Golden West Financial, pour 24,6 Mds\$ en 2006.

Deutsche Bank cherche à céder entre 15 et 20 Mds\$ de dollars de crédits accordés pour financer des opérations à effet de levier. Les cessions se feraient à des fonds de capital investissement.

Fin 2007 la DB affichait 36Mds€ de crédits LBO en cours de syndication, dont 15 Mds ont été accordés et 21 Mds constituent des engagements. La DB est la banque la plus exposée dans le financement à effet de levier, devant Citigroup, Credit Suisse et JP Morgan. La crise financière a laissé DB, comme Citigroup, avec des dettes qu'elles n'ont pu placer auprès des investisseurs traditionnels, les acheteurs de CDO ayant disparu.

Selon une analyse de BNP Paribas, les banques ont encore à leur bilan 200Mds\$ non écoulés, dont 55 Mds chez DB et 43 Mds\$ chez Citigroup.

La crise des subprime coute 5,6Mds\$ à la banque japonaise Mizuho
FGIC a enregistré au quatrième trimestre 2007 une perte de 1,89 Mds de \$, soit vingt fois son chiffre d'affaires

18 avril 2008 : Merrill Lynch passe 9Mds\$ de dépréciations d'actifs au premier trimestre 2008. La banque a annoncé le 17 avril une perte nette de 1,9mds\$.

Les dépréciations d'actifs comprennent 1,5 Mds sur des titres adossés à des créances, 3,5 Mds sur des titres liés à des crédits hypothécaires, 1Mds sur des crédits accordés à des fonds d'investissement et 3Mds\$ liés aux difficultés des rehausseurs de crédit

13 mai 2008 : Augmentation de capital du Crédit Agricole SA de 5,9Mds€

6 juin 2008 : AIG annonce sa décision de coopérer avec l'enquête de la SEC sur ses pratiques d'évaluation des titres liés au marché hypothécaire

9 juin 2008 : Lehman Brothers annonce une perte de 2,8 Mds\$ au 2ème trimestre 2008. Six milliards\$ sont levés

25 juin 2008 : Augmentation de capital de Barclays de 5,7Mds€

1 juillet 2008 : Bank of America officialise l'acquisition de Countrywide Financial pour 2,5 Mds\$. Le prix prévu en janvier de 4 Mds\$ a été révisé à la baisse compte tenu de l'augmentation des saisies immobilières et de la baisse du cours des actions.

11 juillet 2008 : La banque californienne Indymac est en faillite

13 juillet 2008 : Les autorités américaines décident un soutien à Fannie Mae et Freddie Mac afin d'enrayer le début de panique de la semaine du 7 au 12 juillet 2008. Pendant la semaine l'action de Freddie Mac a chuté de 47% et celle de Fannie Mae de 45%

29 juillet 2008 : Merrill Lynch vend plus de 30 milliards d'actifs "toxiques" et lève 8,5 Mds\$

30 juillet 2008 : Signature par George Bush du plan de sauvetage à l'immobilier de 300Mds\$ voté par le Congrès américain

10 août 2008 : UBS, Citigroup et Merrill Lynch s'engagent à racheter à leurs clients pour 40 Mds\$ d'obligations à enchères (Auction Rate Securities ARS)

26 août 2008 : La "liste noire" de la Federal Deposit Insurance Corporation, qui assure les dépôts des 8.600 banques qu'elle supervise, s'élargit à 117 noms

29 août 2008 : Integrity Bank est le dixième établissement régional américain à faire faillite.

7 septembre 2008: Le Trésor américain met les géants du crédit hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae sous tutelle, le temps pour eux de restructurer leurs finances, en garantissant leur dette à hauteur de 200 milliards de dollars.

10 Septembre 2008 : Lehman Brothers annonce 3,9 Mds\$ de pertes au titre de son troisième trimestre. Lehman Brothers cède sa gestion d'actifs et scinde son immobilier commercial

14 Septembre 2008 : La Fed refuse de donner sa garantie à Barclays ou à Bank of America, qui étaient candidats à la reprise, comme JP Morgan l'avait eue pour Bear Stearns.

14 Septembre 2008 : Lehman Brothers demande l'ouverture d'une procédure de faillite faute d'obtenir l'aide de la Fed ou de trouver un acheteur

15 septembre 2008: La banque d'affaires Lehman Brothers dépose son bilan tandis que l'une des principales banques américaines, Bank of America, annonce le rachat d'une autre banque d'affaires de Wall Street, Merrill Lynch. Dix banques internationales mettent en place un fonds de liquidités de 70 milliards de dollars pour faire face à leurs besoins les plus urgents alors que les banques centrales ouvrent les vannes du crédit. Cela n'empêche pas un fort recul des Bourses mondiales.

16 septembre 2008: La Fed et le gouvernement nationalisent de facto l'assureur AIG (American International Group), menacé de faillite, en lui apportant une aide de 85 milliards de dollars en échange de 79,9% de son capital.

17 septembre 2008: Les Bourses mondiales continuent de chuter et le crédit se tarit dans le système financier. Les banques centrales multiplient les opérations pour apporter des liquidités aux institutions financières.

18 septembre 2008 : La banque britannique Lloyd TSB rachète sa concurrente HBOS menacée de faillite. Les autorités américaines annoncent qu'elles préparent un plan d'un montant de 700 milliards de dollars pour débarrasser les banques de leurs actifs invendables.

19 septembre 2008: Le président américain George W. Bush lance un appel à «agir immédiatement» sur le plan de sauvetage des banques pour éviter une aggravation de la crise aux Etats-Unis.

23 septembre 2008: Les débats de l'assemblée générale des Nations Unies à New York sont dominés par la crise financière. Les marchés financiers redoublent d'inquiétude face aux attermoissements autour du plan américain.

26 septembre 2008: Le cours de Bourse du groupe de banque et d'assurance belgo-néerlandais Fortis s'effondre en raison de doutes sur sa solvabilité. Aux Etats-Unis, la banque JPMorgan prend le contrôle de sa concurrente Washington Mutual avec l'aide des autorités fédérales. 28 septembre : Le plan de sauvetage américain fait l'objet d'un accord au Congrès. En Europe, Fortis est renfloué par les autorités belges, néerlandaises et luxembourgeoises. En Grande-Bretagne, la banque Bradford and Bingley est nationalisée.

29 septembre 2008 : La Chambre des Représentants américaine rejette le plan de sauvetage. Wall Street dégringole.

30 septembre 2008 : L'Irlande garantit tous les dépôts de son système financier pendant deux ans, une mesure jugée par certains audacieuse, par d'autres irresponsables. En France, le président Sarkozy reçoit les banquiers et annonce "la refondation du système financier international". La Banque d'Angleterre alloue 100 milliards de livres sterling aux banques qui manquent de liquidités.

2 octobre 2008 : Le Royaume-Uni nationalise la banque Bradford & Bingley et cède certains actifs à Banco Santander. En Allemagne, Hypo Real Estate obtient 35 milliards d'euros d'un consortium bancaire. Wells Fargo rachète Wachovia, la quatrième banque américaine. La banque franco-belge Dexia dévise en Bourse, Paris, Bruxelles et Luxembourg lui apportent une aide de 6,4 milliards d'euros. Le président Pierre Richard et le directeur général Axel Miller démissionnent.

3 octobre 2008 : Le Plan Paulson remanié en plan anticrise est adopté par le Congrès et promulgué par George Bush.

4 octobre 2008 : Nicolas Sarkozy, président en exercice de l'Union européenne, invite les pays européens du G8 à une rencontre à l'Elysée. Allemagne, France, Royaume-Uni et Italie ne parviennent pas à afficher leur unité lors de ce « G4 ».

5 octobre 2008 : La banque allemande Hypo Real Estate est sauvée in extremis par l'état.

6 octobre 2008 : Les Bourses connaissent une chute historique qui se poursuivra pendant des jours. A Paris, le CAC 40 perd 9% en cette journée de lundi.

8 octobre 2008 : Baisse concertée des taux d'intérêt en Europe et en Amérique du nord. Gordon Brown annonce un plan de soutien aux banques qui sera imité ailleurs dans le monde. Le gouvernement français crée une structure pour gérer des participations d'Etat dans les banques.

9 octobre 2008 : Le taux interbancaire Euribor à trois mois atteint un sommet, 5,39%, ce qui traduit la méfiance réciproque des banques. L'Islande achève de nationaliser ses trois banques et demande l'aide financière de la Russie. Au Japon, l'assureur Yamato Life Insurance fait faillite.

10 octobre 2008 : nouvelle chute historique des indices boursiers.

11 octobre 2008 : Le G7 prend des mesures pour rassurer les déposants et débloquer le crédit.

12 octobre 2008 : Le sommet réussi de la zone euro, qui adopte enfin une approche coordonnée.

13 octobre 2008 : Le Royaume-Uni recapitalise Royal Bank of Scotland, HBOS et Lloyds Banking Group pour 37 milliards de livres soit 46 milliards d'euros. L'Allemagne adopte un plan de 500 milliards d'euros (dont 400 en garanties). L'Italie autorise la conversion de 40 milliards de dettes en obligations d'Etat. Les Bourses mondiales, rassurée, rebondissent de 10% et plus.

14 octobre 2008 : En France, le Medef et l'Afep adoptent des "recommandations" sur la rémunération des dirigeants.

15 octobre 2008 : Rechute des indices boursiers.

16 octobre 2008 : La BCE assouplit ses règles de refinancement pour les banques. La Suisse autorise UBS à créer une structure de défaisance pour y loger ses actifs toxiques.

19 octobre 2008 : Les Caisses d'Épargne découvrent une perte de 690 millions d'euros sur des opérations de marché. Le président, Charles Milhaud et le directeur général Nicolas Mérimondol démissionnent.

20 octobre 2008 : Le gouvernement français injecte 10,5 milliards de capital dans 6 grandes banques en contrepartie d'une progression de 3 à 4% de leur offre de crédits.

22 octobre 2008 : Les monarchies du Golfe soutiennent leur système bancaire (10 milliards de dollars en tout).

23 octobre 2008 : En France, René Ricol est nommé médiateur du crédit. Nicolas Sarkozy annonce la création d'un Fonds stratégique d'investissement pour recapitaliser les entreprises.

24 octobre 2008 : Le FMI accorde des prêts d'urgence à l'Islande. Suivront l'Ukraine, le Pakistan, l'Argentine, la Hongrie. Les treize pays d'Extrême-Orient décident de créer un fonds commun d'échanges de devises pour faire face à la crise.

28 octobre 2008 : La Belgique apporte 3,5 milliards d'euros au bancassureur KBC.

30 octobre 2008 : Le Japon annonce un plan de relance équivalant à 207 milliards d'euros.

3 novembre 2008 : La Corée du Sud adopte un plan de soutien à l'économie de 8,8 milliards d'euros. Barclays refuse de faire appel à l'Etat britannique, préférant des concours privés.

4 novembre 2008 : Barack Obama est élu président des Etats-Unis.

6 novembre 2008 : Le FMI révisé à la baisse ses prévisions économiques. Les Etats-Unis et la zone euro seront en récession en 2009.

9 novembre 2008 : La Chine adopte un énorme plan de relance de 461 milliards d'euros. Les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine) adoptent une position commune en vue du G20 du 15 novembre à Washington.

10 novembre 2008 : L'aide publique à AIG passe de 85 à 152 milliards de dollars.

15 novembre 2008 : Au G20 à Washington participent des nations de tous les continents qui représentent ensemble 85% du PIB mondial. Les bases d'une réforme de la régulation financière sont jetées. Rendez-vous est pris pour début avril à Londres.

16 novembre 2008 : L'Italie annonce un plan de relance de 80 milliards d'euros.

23 novembre 2008 : Le Trésor américain apporte 20 milliards de dollars en capital à Citigroup.

24 novembre 2008 : Londres annonce un plan de relance de 17,8 milliards d'euros comportant une baisse de la TVA de 2,5 points et une hausse du taux d'imposition pour les gros revenus.

26 novembre 2008 : José Manuel Barroso présente un plan de relance européen de 200 milliards d'euros.

28 novembre 2008 : Nationalisation à 58% de Royal Bank of Scotland.

4 décembre 2008 : Nicolas Sarkozy présente un plan de relance de 26 milliards d'euros sur 2 ans. Patrick Devedjian est nommé ministre de la relance.

9 décembre 2008 : Accord de principe entre la Maison Blanche et le Congrès pour aider le secteur automobile, avec des fonds du Plan Paulson.

11 décembre 2008 : Bernard Madoff, ancien président du Nasdaq, est arrêté à New York. Il a escroqué 50 milliards de dollars (65 milliards avec les intérêts) à des milliers d'investisseurs en Amérique et dans le monde. C'est la plus grosse fraude pyramidale de l'histoire. Selon l'économiste Thierry Philippon, la crise détruira entre 1 et 1,4 million d'emplois dans le secteur de la finance.

16 décembre 2008 : La Fed ramène son taux directeur dans une fourchette entre 0 et 0,25%. Un plus bas historique.

17 décembre 2008 : L'exposition des banques françaises à l'escroquerie Madoff est estimée à 1,07 milliard d'euros, dont 450 millions pour Natixis, 350 millions pour BNP-Paribas, 163 millions pour Dexia.

18 décembre 2008 : Le parlement européen adopte une norme commune pour la garantie des dépôts bancaires, relevée de 20.000 à 50.000 euros en juillet 2009 puis à 100.000 fin 2010.

19 décembre 2008 : General Motors et Chrysler reçoivent un prêt public d'urgence de 17,5 milliards de dollars. L'affaire Fortis entraîne la démission du gouvernement belge. Yves Leterme est soupçonné d'avoir voulu influencer la justice pour favoriser la vente à BNP-Paribas.

21 décembre 2008 : L'Irlande injecte 5,5 milliards d'euros dans ses trois principales banques.

23 décembre 2008 : Le financier français Thierry Magon de la Villehuchet, gestionnaire d'un des fonds qui apportaient des clients à Madoff, se donne la mort à New York.

25 décembre 2008 : La Fed accorde à GMAC, la filiale de financement de General Motors, le statut de banque pour qu'elle puisse bénéficier du plan Paulson.

31 décembre 2008 : A la fin de l'année terrible, le Dow Jones a plongé de 33,8% et le CAC de 42,6%

20 janvier 2009 : Barack Obama devient le 44^{ème} président des Etats-Unis d'Amérique

10 février 2009 : Timothy Geithner, nouveau secrétaire au Trésor qui était jusqu'alors président de la Fed de New York et à ce titre très impliqué dans la gestion de la crise financière, présente un "plan de stimulation économique" de 900 milliards de dollars.

11 février 2009 : Les actionnaires belges de Fortis rejettent la proposition de rachat de BNP-Paribas.

18 février 2009 : La banque suisse UBS accepte de livrer à la justice américaine les noms de 255 clients américains soupçonnés d'évasion fiscale et de payer une amende de 780 millions de dollars pour les avoir aidés à se soustraire à l'impôt. Le même jour, elle annonce pour 2008 une perte de 20 milliards de francs suisses (17,2 milliards de dollars), la plus lourde de l'histoire helvétique.

26 février 2009 : Caisse d'Epargne et Banque Populaire entérinent la fusion de leurs organes centraux et la nomination de François Pérol comme PDG. Il était jusqu'alors conseiller à l'Elysée et son parachutage fait scandale.

10 mars 2009 : Publication d'une note annonçant un retour aux bénéfices de Citigroup sur janvier et février. Les marchés boursiers reprennent confiance. C'est le début d'une hausse presque continue sur deux trimestres.

12 mars 2009 : Bernard Madoff, arrivé libre au tribunal de New York, plaide coupable. Dans ses aveux, il prétend avoir agi seul. Il est incarcéré.

15 mars 2009 : Washington apprend que l'assureur AIG, qui a été sauvé de la faillite grâce à 170 milliards de dollars d'aides publiques, va verser 165 millions de dollars de bonus à ses employés. L'indignation est immense dans l'opinion.

4 avril 2009 : au G20 de Londres, la communauté internationale s'accorde sur une réglementation des hedge funds et une surveillance des rémunérations. L'OCDE publiera une liste des paradis fiscaux.

24 avril 2009 : "Stress tests" des banques américaines. Citigroup, Morgan Stanley, Bank of America et Wells Fargo sont recapitalisées.

28 avril 2009 : les actionnaires belges de Fortis avalisent enfin la vente à BNP Paribas. L'ensemble devient la plus grande banque de dépôts de la zone euro.

7 mai 2009 : la BCE baisse des taux directeurs à un plancher historique de 1%.

2 juin 2009 : General Motors est placé sous la protection du chapitre 11 de la loi sur les faillites américaine.

4 juin 2009 : la BCE refinance les banques à un an, au lieu de six mois, à des taux très bas et sans limitation.

10 juin 2009 : Le Secrétaire au Trésor américain nomme un superviseur des rémunérations pour les grandes entreprises ayant bénéficié d'aides de l'Etat : l'avocat Kenneth Feinberg.

17 juin 2009 : dix banques américaines remboursent les aides de l'Etat et récupèrent leur liberté de rémunération.

29 juin 2009 : le financier Bernard Madoff est condamné à 150 ans de prison pour escroquerie, la peine maximale.

8 juillet 2009 : le FMI revoit à la hausse ses prévisions de croissance de l'économie mondiale.

31 juillet 2009 : naissance officielle du Groupe BPCE, fusion de la Banque Fédérale des Banques Populaires et de la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne. BPCE devient le deuxième acteur bancaire français. L'Etat apporte 3 milliards d'euros en fonds propres.

19 août 2009 : accord politique entre la Suisse et les Etats-Unis. UBS s'engage à livrer 4500 noms de ses clients américains au fisc.

21 août 2009 : Bradley Birkenfeld, ancien banquier d'UBS, est condamné à trois ans et quatre mois de prison aux Etats-Unis pour encouragement à la fraude fiscale.

25 août 2009 : Nicolas Sarkozy charge Michel Camdessus, ancien directeur général du Fonds monétaire international, de contrôler les rémunérations des cents traders les mieux payés dans chacune des banques qui ont reçu l'aide de l'Etat.

30 août 2009 : Eric Woerth, ministre du Budget, annonce détenir une liste de 3000 noms de contribuables français ayant des comptes non déclarés dans trois banques suisses.

1er septembre 2009 : le parquet de Paris classe sans suite les quatre plaintes déposées contre les conditions de nomination de François Pérol à la tête du Groupe BPCE.

4 septembre 2009 : Angela Merkel, Nicolas Sarkozy et Gordon Brown envoient une lettre à la présidence suédoise de l'Union européenne. Ils y détaillent leur position commune sur la régulation du système financier, y compris les rémunérations des banquiers, en vue du G20 de Pittsburgh.

24-25 septembre 2009 : sommet du G20 à Pittsburgh.