

# Document

## Vous avez aimé les subprimes, vous adorerez les «dark pools» (16.01)

**Slate.fr – 15.01**

La crise financière de 2007-2009 a fait apparaître au grand jour l'existence d'un système financier avec des structures opaques, parallèle au système financier «officiel», ayant cru de façon exponentielle au cours des quelques années précédentes, avec ses FCC, SIV, SPV, et autres «**conduits**»...

Rendre plus transparent ce système **financier** parallèle (*shadow financial system*) est devenu une préoccupation majeure des travaux du **G20**. Mais, alors même qu'il était décidé de rendre plus transparentes ces structures, au même moment s'est développé en Europe, un système **boursier** parallèle: un *shadow market system*. Sous l'argument irrésistible de «*best execution*», celui-ci a non seulement permis mais bien accepté des «caches»: l'internalisation, et maintenant les «**dark pools**»: ce ne sont plus seulement certaines structures d'intermédiation financière qui sont obscures, mais la plupart des opérations entre les différents agents économiques, le «marché» lui-même. Aura-t-on gagné au change?

### **Un système financier opaque**

Le système financier contemporain est marqué par une interpénétration étroite entre les banques et les marchés. Naguère séparées, leurs activités se sont irrémédiablement mélangées. D'où la spécificité, l'ampleur et la complexité de la crise financière de 2007-2009: c'est la première crise des banques dans les marchés.

Si les fonctions que remplit le système financier sont permanentes et universelles, il n'en va de même pour les institutions financières. Aux côtés des banques, des mutuelles, des organismes de crédit spécialisé, des compagnies d'assurance ou encore des SICAV, d'autres organisations ont fait récemment leur apparition. Elles constituent le *shadow financial system* ou «système financier fantôme» qui inclut les *hedge funds* (Fonds spéculatifs), le *private equity* (*investissement privé*) et surtout les véhicules de **titrisation**. Ces derniers sont le réceptacle des **produits dérivés** de la «seconde génération», dont le sous-jacent est constitué de toutes sortes de crédits (crédits hypothécaires, crédits à la consommation et cartes bancaires, crédits automobile, etc...). Connues le plus souvent à travers leur acronyme, les ABS, CDO's, MBS et autres appellations exotiques de langue anglaise ont fait les délices du *shadow financial system*.

Innovation financière majeure, la titrisation a fini par gangrener le système financier mondial. La titrisation consiste à transformer des crédits bancaires en titres financiers. La technique, développée depuis le début des années 1980 par les banques d'investissement, permet de rendre échangeables et donc plus liquides des actifs qui, sans cela, resteraient «illiquides» jusqu'à leur échéance. En général, les crédits sont titrisés à travers des fonds, et donnent lieu à **notation par des agences**. Pour subir cette transformation, les crédits doivent réunir plusieurs qualités: ils doivent, d'une part, constituer un portefeuille homogène, avec des caractéristiques communes et une certaine indépendance statistique entre leurs risques; et offrir, d'autre part, des marges suffisantes pour permettre de rémunérer les différents intervenants dans la chaîne (investisseur, bien sûr, mais aussi «originateur», gestionnaire de la créance, agence de notation, structureur qui constitue le fonds, rehausseur, distributeur, etc...). En 2008, l'encours de titrisation s'élevait à plus de 10 000 milliards de dollars aux États-Unis et à environ le quart de ce montant en Europe.

Ces «véhicules de titrisation» sont appelés en droit français fonds commun de créances (FCC) et, dans les pays anglo-saxons, *conduit*, *special purpose vehicle* (*SPV*) ou encore *structured investment vehicle* (*SIV*). Le *conduit* procède à l'émission de titres obligataires dont le produit permet à son gérant de financer l'achat des créances apportées par le cédant. Réaliser une opération de titrisation consiste, par conséquent, à regrouper des actifs au sein d'un *conduit* et à canaliser les flux de trésorerie procurés par ces actifs vers les titres émis par le *conduit*. Le SPV est une structure *ad hoc*, en principe indépendante, créée par le cédant qui est à l'origine de l'opération de titrisation.

Ces *conduits* présentent, en outre, quatre caractéristiques: la banque qui a accordé les crédits en détient tout ou partie du capital; la structure est déconsolidée, si bien que les actifs sous-jacents ne requièrent pas de fonds propres aussi importants que s'ils avaient été portés par la banque dans son bilan; l'effet de levier est largement utilisé, souvent dans des proportions énormes (20 à 30 fois les fonds propres), ce qui améliore d'autant (quand tout va bien) la rentabilité de ces structures; l'endettement est à court terme, ce qui induit une marge supplémentaire, mais aussi un risque supplémentaire de transformation sur les taux d'intérêt.

Si les *conduits* sont en général détenus par la banque, les parts des *special investment vehicles* (SIV) sont distribuées à des investisseurs intéressés par l'**effet de levier** et la rentabilité qu'il procure. En général, toutefois, les SIV obtiennent des crédits de banques ou émettent du papier commercial: mais elles ont des lignes de crédit de secours auprès de la banque qui a «originé» le crédit, au cas où le refinancement par le marché serait trop coûteux, voire impossible.

Ces *conduits* et SIV ont abrité des montants colossaux de prêts titrisés, dont on pouvait penser qu'ils étaient sortis du bilan des banques. Les clauses de secours ont joué à plein, et les banques n'ont plus eu le choix qu'entre laisser les fonds faire faillite et reprendre les actifs dans son bilan, le temps que la situation s'améliore. Effet boomerang ou arroseur arrosé: c'est plusieurs centaines de milliards de dollars qui ont été ainsi réintermédiés dans les bilans des banques, lesquelles ont été obligées d'enregistrer les pertes sur leurs fonds propres.

### Un système boursier opaque

C'est le paradoxe de la crise financière: au moment où les régulateurs de tous les pays s'efforcent de rendre plus transparent le *shadow financial system* en l'intégrant au système financier officiel, notamment en s'efforçant de rapatrier les transactions de gré à gré sur des marchés organisés avec chambres de compensation, les autorités de Bruxelles ont suscité - à travers la directive MIF (*market infrastructure directive*) visant à harmoniser les services financiers en Europe - le développement d'un *shadow market system*. Pure coïncidence de date, cette directive, initiée dès 2002, a été effectivement mise en œuvre en novembre 2007, au moment où la crise financière s'installait définitivement.

«L'enfer est pavé de bonnes intentions», et cette directive ne déroge pas à la règle. Au départ, il s'agissait d'abolir le monopole, pour les transactions boursières en actions, des entreprises de marché national traditionnelles - London Stock Exchange, Euronext, Deutsche Börse, Borsa Italiana, etc... - afin d'accélérer l'intégration européenne des marchés d'actions et de favoriser la baisse des coûts de transaction. Pour en faire bénéficier *in fine* les investisseurs finaux et les entreprises, en suscitant la concurrence de plates-formes de transactions alternatives. Et il en est de trois sortes: les plates-formes de fait que sont les grands établissements, qui ont gagné le droit de compenser en leur sein les ordres de leurs clients, les «*dark pools*», qui entendent effectuer, dans une discrétion maximale, l'appariement des gros ordres venant d'investisseurs institutionnels, et les plates-formes alternatives aux marchés traditionnels pour les autres ordres.

Sur cette dernière catégorie, la seule dont il avait conscience, les résultats ont dépassé les objectifs du législateur européen. À l'instar des États-Unis, où Bats Exchange s'est hissé au troisième rang des principales Bourses américaines derrière Nasdaq OMX et Nyse Euronext avec 10% de parts de marché en *trading*, les plateformes alternatives européennes (Chi.X, et Bats Europe notamment) ont grignoté des parts de marché de *trading* significatives aux opérateurs historiques. Mais deux ans plus tard, le bilan est pour le moins mitigé :

- 40% de l'activité d'exécution sur actions s'effectue, certes, en dehors des plateformes traditionnelles, mais au prix d'une prolifération des *dark pools*, ces plateformes de transactions alternatives opaques et peu réglementées (nul ne sait la part exacte de l'internalisation; celle-ci ne s'intéressant qu'aux petits ordres, il est probable que cette part est faible, sinon marginale). On se souvient des propos tenus le 16 décembre 2009 par Martin Bouygues aux entretiens annuels de l'Autorité des marchés financiers (AMF): «Je ne sais pas ce qui se passe sur mes titres... On ne peut pas dire que ce soit en progrès... Il se fait tous les jours des opérations sur nos titres dont on ne peut avoir des données claires. C'est très inquiétant.»

- L'inter-opérabilité entre marchés est inefficace. Si l'on parvenait à réduire les coûts du «post-transactionnel», en particulier les coûts de compensation, les transactions paneuropéennes pourraient connaître une forte augmentation. Les volumes de transactions en actions en Europe (obtenus en

additionnant les volumes de chacune des Bourses) sont aujourd'hui huit à dix fois inférieurs à ceux qu'on enregistre aux États-Unis pour une taille économique équivalente. En Grande-Bretagne, l'impôt de Bourse freine la croissance des volumes: ils se situent au même niveau qu'en Italie pour une capitalisation boursière trois fois supérieure. Si cet impôt était supprimé, la vitesse du marché londonien pourrait facilement doubler. De même, entre pays européens, les coûts *post-trading* sont cinq à huit fois plus élevés qu'aux États-Unis.

- La transparence des informations *pre* et *post-trade* est défectueuse, pour rester dans un mode convenable de qualification.

- La surveillance globale de ce *shadow market system* est absente.

En définitive, la baisse des coûts de transaction et de *clearing* ne profite qu'aux intermédiaires et non aux investisseurs finaux. Toujours selon Martin Bouygues, les coûts de listing de sa société ont augmenté de 150% car Bouygues doit fournir à l'AMF des données que la société est incapable de produire. Vivement une nouvelle **MIF** (en préparation) pour éviter la propagation de nouveaux risques!