



Informatique et finance de marché

[Extraits du livre complet]

www.fimarkets.com

Marchés

Le rôle des marchés financiers

La fonction du marché financier dans l'économie

Un marché est le lieu où se rencontrent une offre et une demande d'un certain bien. En l'occurrence le bien dont il s'agit est l'argent.

Sur le marché des capitaux, les détenteurs de l'offre sont les agents dits " à capacité d'épargne positive ", en l'occurrence les ménages essentiellement (aussi surprenant que cela puisse paraître !) et aussi les entreprises, quoique celles-ci préfèrent généralement réincorporer leurs bénéfices dans leur propre activité ou distribuer des dividendes à leurs actionnaires. Les demandeurs sont d'une part les Etats, l'Etat providence moderne nécessitant des investissements considérables et d'autre part bien sûr les entreprises : ce sont les agents que l'on appelle " à besoin de financement ".

Loin d'une entité abstraite et souvent présentée comme irrationnelle et toute-puissante à la fois, le marché des capitaux représente en fait le moteur de l'économie, puisque c'est le lieu où le carburant, l'argent, va être utilisé pour propulser de l'avant la machine, c'est-à-dire produire des richesses.

Tel est le principe, mais l'application pratique présente des modalités évidemment plus complexes.

La première pierre d'achoppement réside dans la possibilité qu'un échange ait effectivement lieu entre les agents à capacité de d'épargne et les agents à besoin de financement. En effet pour que le marché fonctionne il faut non seulement que le bien, l'offre et la demande existent, mais aussi que les agents aient envie de procéder à l'échange ! Or les agents à capacité d'épargne, les ménages rappelons-le, présentent une profonde aversion pour le risque. Aversion d'ailleurs justifiée par le sens commun, tout manuel du parfait boursicotier qui se respecte commence par un avertissement enjoignant le lecteur de ne placer directement en Bourse que son superflu, c'est-à-dire ce dont il n'a pas besoin aujourd'hui et n'aura pas besoin demain. Dès lors l'essentiel de l'épargne dégagée par les ménages se trouve en dépôt sur des comptes à vue ou des comptes d'épargne où l'argent est immédiatement disponible.

En face, les agents à besoin de financement, à savoir les entreprises, souhaitent trouver des financements à long terme pour planifier leur développement. L'horizon des agents à capacité d'épargne est généralement de quelques semaines (la prochaine paie) à quelques mois (le prochain tiers provisionnel...). L'horizon des agents à besoin de financement est de plusieurs années ! Cette différence rend l'échange effectif quelque peu problématique.

Les banques

C'est ici qu'intervient une troisième catégorie d'agents économiques : les banques. Les banques sont les seuls agents qui possèdent le pouvoir de transformer des ressources à très court terme : les dépôts à vue (les comptes courants) en emplois à moyen ou long terme : le crédit bancaire. Les banques établissent donc le pont nécessaire entre les ménages et les entreprises ; historiquement elles ont joué et jouent toujours un rôle essentiel dans le financement de l'économie.

Chaque banque a le droit de distribuer sous forme de crédit la quasi-totalité de l'argent (mais pas tout ! cf. plus bas) mis en dépôt par ses clients sur les comptes à vue. Mais ce crédit distribué par la banque n'annule pas pour autant le dépôt, qui reste disponible pour le client. Il y a donc création de monnaie par la banque. Ces crédits, octroyés sous forme de dépôts à vue, viennent grossir l'encaisse des banques et donc leur possibilité de distribuer de nouveaux crédits, etc. Les dépôts font les crédits, qui eux-mêmes font les dépôts, ...etc. C'est ce qu'on appelle le " multiplicateur du crédit ".

Le pouvoir de création monétaire des banques n'est évidemment, et heureusement, pas infini. Il est limité d'abord par le fait qu'une partie seulement du crédit octroyé restera sous forme de dépôt. Le reste sera converti en monnaie fiduciaire (billets) par des retraits . C'est d'ailleurs pour garantir la capacité des banques à faire face aux retraits que la banque centrale leur impose de bloquer un pourcentage de leurs dépôts sous forme de réserves obligatoires, non utilisables pour distribuer du crédit. Ce taux de réserves obligatoires est un des instruments de contrôle par les banques centrales de la quantité de monnaie en circulation.

De plus, une entreprise ne peut pas se financer uniquement par le crédit : au-delà d'un certain niveau d'endettement, les frais financiers finissent par pénaliser de manière insupportable les résultats et à ce moment les banques n'acceptent plus de prêter. Les entreprises doivent aussi trouver des moyens de financement à encore plus long terme, des financements qui en fait ne deviennent exigibles qu'en cas de dissolution de la société : des capitaux, ou à très longue échéance, des emprunts obligataires par exemple. L'ensemble des capitaux et des dettes à long terme constituent ce qu'on appelle les " fonds propres " d'une entreprise.

Les banques, en particulier les banques d'affaires, interviennent aussi dans le financement à long terme des entreprises, mais ce n'est pas leur vocation première qui est plutôt de faire circuler l'argent. Pour doter les entreprises en fonds propres, il faut des agents économiques prêts à immobiliser de fortes sommes sur de longues périodes, en vue bien évidemment d'en retirer un bénéfice : des investisseurs.

Les investisseurs institutionnels

Les principaux investisseurs sur les marchés de capitaux aujourd'hui sont ceux qu'on appelle les " investisseurs institutionnels " (familièrement les " zinzins "), à savoir les compagnies d'assurance, les gérants de fonds ([asset managers](#)), les caisses de retraite et leur équivalent américain les fonds de pension. Eux aussi drainent de l'épargne publique, mais cette épargne est immobilisée et n'est pas exigible immédiatement comme les sommes en dépôt sur les comptes à vue. D'autre part les organismes en question ont généralement une obligation réglementaire ou contractuelle ou statutaire de faire fructifier cette épargne afin de pouvoir verser dans le cas des compagnies d'assurance les indemnités, dans le cas des fonds de pension les retraites à leurs souscripteurs.

Au lieu de distribuer du crédit comme les banques, les investisseurs institutionnels achètent les titres émis par les entreprises en quête de financement. Ces titres sont représentatifs soit de capitaux propres : les [actions](#), soit de dettes à long terme : les [obligations](#). Cet achat s'effectue soit sur le marché primaire, c'est-à-dire dès l'émission du titre, soit sur le marché secondaire, qu'on appelle plus communément " la Bourse ".

Entre la décision des entreprises de trouver des financements sur le marché d'une part, et la décision des investisseurs institutionnels de placer l'épargne dont ils ont la garde d'autre part, il y a clairement cette fois une offre et une demande qui ne peuvent que se rencontrer. Encore faut-il que le marché s'organise pour faciliter au mieux cette rencontre ; plusieurs sortes d'acteurs vont y contribuer. A ce niveau les banques manifestent de nouveau leur présence en force, car en tant qu'organismes teneurs de comptes espèces et pourvoyeurs de liquidité, elles vont jouer un rôle d'intermédiation primordial.

L'émission des titres

L'[émetteur](#) qui souhaite se financer sur le marché se tourne vers une banque, ou un groupe de banques (le " syndicat ") qui joue le rôle d'agent pour cette émission. L'agent prend en charge toutes les modalités économiques de l'émission. Il s'engage à " prendre ferme ", en d'autres termes à acheter les titres émis, à charge à lui de trouver ensuite des investisseurs prêts à les racheter.

Après l'émission, et une fois les titres sur le marché, l'agent payeur de l'émetteur (qui peut être le même que l'agent financier ou un autre établissement) aura en charge le bon déroulement de toutes les opérations intervenant dans la vie du titre : paiement de coupons pour les obligations ou de dividendes pour les actions, remboursements, augmentations de capital...

Les agences de notation enfin sont des établissements indépendants qui évaluent la qualité des émetteurs et leur attribuent une note établissant leur fiabilité en tant que débiteurs.

Les dépositaires

L'agent financier de l'émetteur gère la relation avec le dépositaire central, un acteur fondamental sur le marché des titres. Le dépositaire central tient à jour dans ses comptes, pour chaque émission dont il a connaissance, la quantité totale de titres émis et la quantité détenue par chaque établissement inscrit en compte chez lui (la somme des quantités détenues par chaque établissement devant bien évidemment égaler la quantité totale !). En France le dépositaire central de la quasi-totalité des émissions est Euroclear France, anciennement la SICOVAM.

Chaque adhérent à Euroclear France est un dépositaire local. Tout investisseur qui n'est pas directement inscrit en compte chez Euroclear France doit ouvrir un compte chez un dépositaire local pour pouvoir détenir des titres. Or le dépositaire central ne gère à peu près que les titres émis dans son propre pays, tandis que les investisseurs tendent à internationaliser leurs placements. D'où le développement de la fonction de " dépositaire global " ou "global

custodian". Le global custodian est désigné par l'investisseur pour être son teneur de compte pour toutes ses opérations d'achat-vente de titres sur tous les marchés. Pour ce faire le global custodian se met en relation avec des dépositaires locaux sur tous les marchés de la terre, les dépositaires locaux ayant chacun en charge la relation avec le dépositaire central de leur pays.

Pour être global ou local custodian, il faut être habilité à tenir non seulement des comptes titres mais aussi des comptes espèces au nom des investisseurs. Ces établissements sont donc généralement des banques.

Les opérations de marché

Les investisseurs achètent des titres généralement par l'intermédiaire d'un broker ou courtier. Celui-ci assure plusieurs services en direction des investisseurs. Les analystes financiers étudient le marché, les émetteurs et prodiguent des recommandations. Les vendeurs répercutent les conseils des analystes en direction des investisseurs et recueillent leurs ordres. Les [traders](#) enfin vont sur le marché acheter ou vendre les titres.

La négociation entre les brokers se fait soit directement " de gré à gré ", soit par l'intermédiaire d'un [marché organisé](#), une Bourse des valeurs, soit sur une des [places de marché électroniques](#) qui connaissent un fort développement actuellement.

Une fois l'opération négociée, l'investisseur se tourne vers son dépositaire afin que celui-ci prenne en charge la partie " post-marché ". En effet pour que l'opération soit dûment enregistrée il faut procéder à l'échange des titres fournis par le vendeur contre les espèces fournies par l'acheteur. C'est le [règlement-livraison](#).

Le dépositaire aura également la charge de répercuter sur les comptes de son client investisseur l'impact des multiples [opérations sur titres](#) intervenant sur son portefeuille : paiements de coupons ou dividendes, remboursements, mais aussi détachement de droits de souscription, OPA,... OPE...

Les salles de marché

Les opérations de marché effectuées par les investisseurs institutionnels ne se bornent pas à l'achat-vente de titres. Etant données les sommes engagées, et la multiplicité des marchés où les investisseurs interviennent, cette activité génère des besoins annexes. L'investisseur doit se procurer des devises, d'où la nécessité d'intervenir sur le [marché des changes](#). Il peut avoir également besoin de crédit, ou au contraire vouloir placer temporairement des liquidités, pour optimiser sa trésorerie. Enfin il veut protéger son portefeuille d'actifs contre les fluctuations du marché, d'où un besoin en [produits dérivés](#).

Les entreprises non financières (les " corporates ") font face au même type de besoins : les importateurs veulent se procurer des devises, les industries de transformation doivent se protéger contre les fluctuations des prix des matières premières. Tous ont des besoins de gestion de trésorerie, et de couverture contre les mouvements des cours ou des taux.

Les banques prennent en charge cette demande au niveau des agences pour les petites ou moyennes entreprises, ou directement au niveau de la salle des marchés pour les plus gros clients. Le cumul des positions générées sur les différents produits est alors pris en charge par les traders de la salle des marchés. L'activité d'une salle est d'abord déterminée par la somme des demandes de tous les clients de la banque !

La spéculation et l'arbitrage

Tous les établissements financiers ainsi que des fonds dédiés à cette activité consacrent une partie de leurs ressources à la spéculation. Cette part de l'activité de marché, qu'elle soit ou non aussi intense qu'on tend à le faire croire, n'en est pas moins une nécessité. Spéculer c'est en effet prendre une position contraire à la tendance en cours : c'est se porter vendeur quand on pense que les cours vont baisser (et qu'ils sont donc au plus haut !), acheteur quand on pense qu'ils vont monter. En prenant position, les spéculateurs apportent de liquidité au marché : ils sont les vendeurs des investisseurs qui veulent acheter, les acheteurs de ceux qui veulent vendre. C'est une activité risquée, puisque contrairement aux investisseurs ou aux corporates, les spéculateurs parient sur l'avenir.

Les arbitragistes jouent également un rôle d'harmonisation : ils profitent des différences de prix existant entre différents marchés pour faire des plus-values. Par exemple sur le marché des devises, ils achètent du dollar sur une place où celui-ci est moins cher et le revendent là où il est plus demandé, donc plus cher. C'est une activité sans risque, puisque les actifs achetés sont immédiatement revendus, mais qui nécessite des fonds importants dans la mesure où les plus-values par opération sont faibles . L'activité des arbitragistes a pour effet de gommer les

incohérences du marché.

Conclusion

La littérature économique, après avoir opposé le financement des entreprises par le crédit bancaire (économie d'endettement) et le financement par l'émission de titres (économie de marché), tend désormais à attribuer un rôle complémentaire aux deux. Les études tendent à prouver que pour se développer une économie a besoin d'un marché financier actif et organisé et d'un système bancaire fiable.

L'objectif de ce site n'est pas de discuter du pourquoi des marchés financiers et de leur rôle néfaste ou bénéfique. Le contenu se focalise plutôt sur le comment : qui sont les [acteurs](#), comment ils interagissent, les [produits](#) financiers qu'ils négocient, les [fonctions](#) autour desquelles ils s'organisent.

La crise financière de 2008 et ses impacts réglementaires

Introduction

Les soubresauts de la crise financière de 2008, tels que l'affaire Madoff, commencent à se faire oublier du fait que cette crise s'est maintenant propagée à la sphère dite « réelle », et qu'au-delà des sommes englouties, tellement vertigineuses que plus personne n'en capte la réalité, ce sont maintenant de vrais emplois et de vraies entreprises qui sont touchés.

Cela ne doit pourtant pas faire oublier que la crise a d'abord été révélatrice de profonds dysfonctionnements dans la sphère financière. Les gouvernements, les autorités de surveillance nationales et supra-nationales, et même les organisations issues du secteur privé ont proclamé leur volonté d'y remédier.

Contrairement à ce qui a été un peu trop vite dit, la réunion du G20 de décembre 2008, n'a pas forcément accouché d'une souris, quant à celle d'avril 2009, ce n'était pas forcément non plus le succès que l'on a présenté. Au niveau auquel se tenait cette réunion, celui des chefs d'Etat, il ne fallait de toute façon pas s'attendre à ce que des mesures concrètes soient détaillées. Ceci est du domaine des techniciens dans les ministères des finances, les banques centrales, les autorités de marché. Les chefs d'Etat se sont contentés d'entériner publiquement un programme d'actions préalablement tracé par ces mêmes techniciens. Ce travail a commencé dès mars 2008 et nous en voyons maintenant les conclusions.

Il nous paraît opportun de récapituler ici toutes les idées proposées non seulement par le G20 mais aussi par les organismes de tutelle, des groupes de réflexion et des associations du secteur privé, et largement diffusées et commentées dans la presse spécialisée. L'objectif ultime pourrait être de réorienter le [marché financier](#) vers sa vocation première: financer le développement de l'économie réelle, et non pas créer de la richesse virtuelle au profit d'un petit nombre, et au détriment de tous les autres qui devront payer les dégâts entraînés par l'explosion de la bulle... Ce petit memorandum pourra ensuite, modestement, servir de pense-bête pour suivre le déroulement des événements, et voir d'ici quelques mois si les grandes intentions ont été suivies d'effet.

Remarque: la crise a aussi été l'occasion pour nombre de commentateurs de souligner d'importants déséquilibres économiques tels que les déficits budgétaire et commercial abyssaux des Etats-Unis. Elle a aussi justifié la mise en place de plans de relance visant à en atténuer les effets sur les acteurs de l'économie réelle. La macro-économie n'est toutefois pas le sujet de **fimarkets** c'est pourquoi nous restreindrons le propos aux marchés de capitaux.

Si l'on tente de caractériser les mesures envisagées, on discerne trois grandes familles d'objectifs: **rétablir la confiance, renforcer la stabilité financière, prévenir le risque systémique**. En premier lieu rétablir la confiance car sans celle-ci les investisseurs se détournent des marchés et l'activité s'arrête. Renforcer la stabilité financière car s'il est une théorie économique qui se vérifie bien dans les faits, c'est celle du caractère cyclique de l'économie capitaliste. Prévenir le risque systémique car dans des marchés de plus en plus intégrés, les défaillances locales peuvent de plus en plus vite entraîner des désordres globaux.

Toutes les mesures – ou principes de mesures, car dans certains cas la nécessité de réformer est visible, mais la mise en application concrète n'est pas encore précisée - décrites ci-dessous ont une portée et une validité en principe universelle. Elles ne préjugent pas de l'état actuel de la réglementation dans tel ou tel pays ou zone économique.

Rétablir la confiance: améliorer la transparence

Réformer le marché de la titrisation

La bulle dont nous venons de vivre l'explosion est née dans le marché de la [titrisation](#). Le modèle « originate and distribute » consiste pour les établissements de crédit (banques et organismes spécialisés) à émettre de nouveaux crédits (originate) et à refinancer immédiatement ceux-ci sur le marché de la titrisation (distribute). Ce modèle a alimenté la croissance économique ces dernières années en facilitant l'accès au crédit mais a dans le même temps montré de nombreux points faibles.

Tout d'abord la facilité offerte par la titrisation n'encourage pas les créanciers à effectuer une analyse sérieuse de la solvabilité du débiteur (**aléa moral**). C'est pourquoi il est proposé que les originateurs des créances soient tenus de conserver une partie des actifs titrisés dans leur bilan.

Ensuite le marché de la titrisation souffre d'un manque de transparence à tous les niveaux, c'est pourquoi les associations professionnelles proposent un ensemble de mesures visant à **améliorer la visibilité des investisseurs** :

- sur les montages financiers : composition du panier d'actifs, nature du montage, utilisation de produits dérivés, ...
- sur l'exposition des établissements de crédit aux produits issus de la titrisation, en direct ou via les lettres de crédit qu'ils consentent aux véhicules de titrisation.
- sur l'activité effective du marché: nombre de transactions, volumes échangés.

Ces informations devraient être accessibles gratuitement et sous une forme standardisée facilitant les comparaisons. Ces mesures sont présentées dans un document co-rédigé par plusieurs associations: « Restoring Confidence in the Securitization Markets » (cf. bibliographie).

En ce qui concerne **l'évaluation du risque**, le fait que les agences de notation utilisent pour noter les produits de titrisation la même échelle que celle utilisée pour les obligations a longtemps abusé les investisseurs. En réalité le profil de risque est différent et par conséquent une échelle différente devrait être définie.

D'autre part l'évaluation des produits par les investisseurs eux-mêmes, sans recourir systématiquement aux agences de notation, devrait être encouragée.

Enfin un autre problème rencontré a été que lorsque le marché s'est arrêté, en l'absence de transactions sur les actifs en question, il est devenu impossible de valoriser ceux-ci. C'est pourquoi des **méthodes de valorisation** fiables, applicables y compris en l'absence d'un marché actif et faisant l'objet d'un consensus assez large, devraient être proposées et validées.

Encadrer les agences de notation

Il ne faut pas oublier que les agences de notation sont à la base des entreprises commerciales, bien que leur dénomination tende à leur prêter les attributions d'organismes officiels ou semi-officiels. Leur importance s'est accrue dans les dernières années car les accords de Bâle II leur donnent un rôle central.

Dans le même temps, il se trouve que les agences de notation sont payées par les émetteurs des actifs qu'elles sont censées évaluer. Mieux encore, elles interviennent souvent en tant que prestataires de conseil dans l'arrangement des émissions de titrisation. On imagine l'ampleur des **conflits d'intérêt** auxquelles elles sont dès lors soumises, et auxquels elles n'ont pas su résister. Trop de montages ont ainsi été notés bien trop complaisamment par des agences de notation dont l'objectivité n'était absolument pas garantie, et qui se sont ainsi largement discréditées.

L'activité des agences de notation devrait être davantage réglementée et surveillée afin d'éviter l'apparition de ces conflits d'intérêt. Ainsi, pourquoi ne seraient-elles pas payées par les investisseurs plutôt que par les émetteurs? Si c'était le cas elles ne pourraient plus être soupçonnées de complaisance à l'égard des émetteurs des produits qu'elles notent.

Comme mentionné plus haut, une échelle de notation spécifique aux produits issus de la titrisation, distincte de l'échelle appliquée aux produits obligataires, devrait être proposée.

Dans le même temps, les investisseurs devraient être encouragés à développer leurs propres méthodes d'évaluation des risques plutôt qu'à s'appuyer systématiquement sur les avis des agences de notation.

Améliorer la communication financière

Dans le cadre de [Bâle II](#), les établissements de crédit doivent faire preuve de transparence dans leur communication

financière quant à leur exposition aux risques de marché et risques de contrepartie.

Il reste cependant des zones d'ombre, en particulier en ce qui concerne les engagements de hors-bilan pris envers les véhicules de titrisation. C'est pourquoi le comité de Bâle est train d'affiner et de préciser ses spécifications en terme de reporting réglementaire.

Encourager des comportements responsables par une politique d'incitations adaptée

En laissant de côté l'aspect purement moral de la question des politiques de rémunération pratiquées dans les banques de financement et d'investissement, il y a quand même à redire sur le plan de l'efficacité économique. Bien sûr les sommes en jeu, pour délirantes qu'elles soient au niveau individuel, ne sont pas (encore) significatives à l'échelle de l'économie globale voire de l'entreprise qui les verse. Ce système a toutefois deux effets particulièrement pervers:

- il encourage la prise de risque et les bénéfices à court terme mais pas l'investissement sur la durée et la rentabilité à long terme.
- il garantit à ses bénéficiaires des avantages substantiels en cas de succès, mais aucune sanction en cas d'échec: les pertes seront absorbées par l'ensemble de l'entreprise, voire par la collectivité en cas de faillite de cette dernière.

Un code de conduite encourageant un **comportement socialement responsable** au sein de la sphère financière devrait donc être défini... et imposé.

Etendre le champ de la régulation à tous les agents de la sphère financière

Les banques « universelles », qui à la fois collectent des dépôts du public et contribuent au financement de l'économie, sont plutôt bien réglementées et surveillées. En général ce sont les banques centrales qui sont en charge de la surveillance des établissements de crédit. Les banques d'affaires américaines, qui ne collectent pas de dépôts, sont moins encadrées. Leur modèle économique est aussi moins stable, si bien que certains de ces établissements ont renoncé récemment à leur statut de banque d'affaires pour rechercher l'assise financière stable que procurent les dépôts.

Mais les banques sont loin d'être les seuls acteurs significatifs sur les marchés de capitaux. Toutes sortes d'autres agents existent, qui échappent majoritairement à toute forme de réglementation ou de surveillance spécifiques. Ils constituent ce que Nouriel Roubini a regroupé sous l'expression « shadow banking system »:

- [hedge funds](#) qui du fait de leur activité particulière ne se conforment pas aux réglementations spécifiques aux fonds de la gestion classique, et sont de plus souvent basés dans des paradis fiscaux
- véhicules ou conduits de [titrisation](#), structures adhoc échappant à toute forme de surveillance
- maisons de courtage
- fonds d'investissement (« private equity »)

Tous ces agents ont souvent pour point commun de recourir massivement à l'**effet de levier** dans leur recherche de profits rapides, et donc de retrouver particulièrement exposés en cas de retournement brutal du marché. Leur désengagement massif et simultané ne fait dès lors qu'accroître la gravité de la crise.

C'est pourquoi il serait judicieux que le critère pour décider si une entité doit être régulée (c'est-à-dire soumise à des règles spécifiques et surveillée par une autorité de tutelle indépendante garante de la bonne application de ces règles) ne devrait pas être son statut mais son importance systémique.

Renforcer la stabilité financière: atténuer le caractère pro-cyclique de la réglementation

Le ratio de solvabilité

Le [ratio réglementaire](#) défini par les accords de Bâle exerce un effet **pro-cyclique** de la manière suivante:

- en période d'expansion économique, le [risque de crédit](#) mesuré par la probabilité de défaut est faible; les établissements de crédit voient l'exigence en terme de capital réglementaire à satisfaire diminuer, ce qui leur permet de distribuer davantage de crédit, ce qui nourrit l'expansion.
- en période de contraction, le risque de crédit augmente (la probabilité de défaut augmente, et de plus les encours sont élevés puisque la phase de contraction suit une phase d'expansion); l'exigence en capital réglementaire augmente, ce qui fait que les établissements tendent à restreindre l'offre de crédit vers les

agents économiques.

Cet effet potentiellement pro-cyclique (renforçant la vigueur des cycles économiques, tant en phase d'expansion qu'en phase de récession) avait été souligné par nombre d'analystes lors de la mise en place des accords de Bâle. Il s'est vérifié au cours de la crise de 2007-2008.

Il est à noter également que Bâle II tend à uniformiser les méthodes d'évaluation des risques entre les établissements de crédit, et à encourager le même type de réaction face à aux tendances du marché.

Les comités internationaux (comité de Bâle, Forum de Stabilité Financière) devraient adapter la réglementation pour en atténuer le caractère pro-cyclique.

Normaliser la valorisation et les principes comptables

Les normes comptables internationales (**IFRS**) préconisent la valorisation des actifs au bilan à leur prix de marché (**fair value**). Ce mode de valorisation accroît l'effet de levier et l'effet pro-cyclique du ratio de Bâle. En cas de bulle spéculative, les instruments se retrouvent valorisés largement au-dessus de leur valeur fondamentale. En période de crise, ils sont valorisés en-dessous de leur valeur réelle.

Plus préoccupant encore, quand le marché devient inexistant sur une catégorie d'instruments, comme cela s'est produit sur les ABS lors de la crise des subprimes, la valorisation au prix de marché devient impossible.

Dans le même temps, les normes comptables ne permettent pas aux analystes d'identifier, dans le bilan d'une entreprise, l'exposition réelle au produits structurés complexes ni l'exposition réelle aux produits de hors-bilan. Ces normes sont de plus hétérogènes suivant les pays ce qui ne facilite pas les comparaisons.

Les règles de valorisation des instruments financiers et de présentation des documents comptables devraient donc être revues en vue de favoriser une plus grande transparence, y compris quand certains instruments financiers deviennent illiquides.

Favoriser la liquidité des agents bancaires et non bancaires

Les banques vivent en permanence sur un décalage de maturité (les dépôts à court terme financent, pour partie, des crédits à moyen ou long terme), mais les banques de dépôt bénéficient d'une garantie de l'Etat sur les dépôts à vue de leurs clients. Par ailleurs les banques, françaises en tous cas, sont dans l'obligation de respecter un **ratio de liquidité** censé leur permettre de faire face à leurs engagements.

Cependant, la crise a mis en évidence un problème général de liquidité de la part des agents, bancaires ou non, avec un recours massif à l'endettement à court terme pour financer des actifs à plus long terme. La formation de pyramides de dettes conduit, en cas de crise, à des liquidations en cascade aux effets dévastateurs.

Un ratio de liquidité réglementaire devrait être défini (ou renforcé dans le cas où il existe déjà) et appliqué à tous les acteurs des marchés de capitaux.

Prévenir le risque systémique: étendre le champ de la régulation

Renforcer la régulation externe

Les accords de Bâle faisaient la part belle aux « modèles internes » d'évaluation des risques et à « l'auto-régulation » des établissements de crédit via la « discipline de marché ». En clair, les banques peuvent mettre au point et utiliser leurs propres méthodes de calcul de leurs risques (sous réserve que celles-ci soient approuvées par leur autorité de tutelle tout de même), et via la publication de leurs bilans se soumettent à la critique de leurs pairs et des investisseurs.

En pratique on s'aperçoit que cela ne suffit pas. Les modèles internes sont bien souvent tous un peu les mêmes, ce qui renforce le comportement moutonnier des établissements. Quant à la discipline de marché, il semblerait qu'en fait elle n'exerce qu'une faible influence sur les comportements.

La supervision devrait s'exercer de façon plus uniforme sur tous les établissements de taille significative (et pas seulement les banques comme on l'a déjà dit) et s'imposer de l'extérieur via des autorités de surveillance aux pouvoirs renforcés.

Coordonner les autorités de surveillance au niveau national

Le livre FiMarkets [Extraits]

La crise et surtout les désordres qui en sont la cause ne sont pas apparus dans un monde sans loi. En Europe comme aux Etats-Unis les [autorités de surveillance](#) existent. Force est de constater qu'elles semblaient, ainsi que cela a été dit plusieurs fois, « asleep at the wheel » (endormies au volant). Certes il y a eu, avant l'explosion de la crise des subprimes, des rapports qui tentaient d'alerter sur les conséquences possibles de l'explosion du marché de la titrisation, du recours massif à l'effet de levier par les investisseurs, ... Mais ces rapports sont restés sans effet.

Les autorités de marché devraient communiquer davantage entre elles, se coordonner davantage, et surtout avoir un pouvoir d'intervention et d'anticipation élargi.

Dans la plupart des pays, la surveillance des marchés est scindée en deux: à la banque centrale revient le contrôle des banques, à une autorité distincte la régulation des marchés de capitaux (bourses, gestion d'actifs). Il y a des situations diverses entre ces 2 extrêmes:

- En Grande Bretagne, la **FSA** est l'autorité de marché qui a les responsabilités les plus étendues, la **Bank of England** s'occupant essentiellement de la politique monétaire
- en France, la **Banque de France** exerce sa tutelle sur les établissements de crédit, tandis que l'**Autorité des Marchés Financiers** (AMF) est responsable de la surveillance des marchés et de l'ensemble des prestataires de services d'investissement.
- C'est aux Etats-Unis que les autorités de surveillance nationales sont le plus « balkanisées », avec:
 - la **Federal Reserve de New York**, qui chapeaute en fait un réseau d'une douzaine de banques centrales locales
 - la **SEC** (Securities and Exchange Commission) qui surveille les marchés d'actions
 - la **CFTC** (Commodity Futures Trading Commission) qui surveille les marchés dérivés
 - la **FINRA** (Financial Industry Regulatory Authority) qui surveille les courtiers et gérants de portefeuilles

Cette situation est pointée du doigt comme engendrant une véritable course à la dérégulation, un manque de coordination et une incapacité à appréhender la situation de manière globale. Dans le même temps, si l'on appréhende la zone Euro, comme une "nation" économique, la même remarque pourrait s'appliquer, car les autorités nationales restent autonomes avec cependant un niveau de coordination croissant au fur et à mesure que le champ de la réglementation européenne s'étend.

Au niveau national, davantage de **coopération entre autorités de tutelle** est souhaitable, de sorte qu'en cas d'apparition d'une bulle spéculative, aucune ne puisse considérer que le traitement du problème est du ressort de l'autre. En effet, tandis que la surveillance des établissements au niveau individuel est assez poussée, c'est la surveillance globale des marchés (étude des instruments financiers nouveaux, identification des tendances de fond) qui a fait défaut et surtout les moyens d'agir globalement et préventivement.

En effet la crise a fortement sollicité les banques centrales et leur a donné l'occasion de réfléchir à l'arsenal de mesures dont elles disposent pour **agir globalement** sur l'économie, et bien souvent à innover dans ce domaine. Il est probable que la réflexion va se poursuivre dans ce domaine.

Renforcer les autorités de surveillance au niveau supra-national

Les marchés de capitaux ne connaissent plus de frontières. Face à des acteurs au champ d'intervention transnational, les autorités de tutelle cantonnées à un champ d'intervention local (fût-il européen comme dans le cas de la BCE) ne peuvent agir efficacement. Il faudrait que les autorités nationales se coordonnent davantage, et puisse se référer à une autorité internationale incontestée.

Au niveau international, le **FMI** semble l'organisme tout désigné pour jouer un rôle de surveillance. Mais son fonctionnement complexe devrait être largement modernisé, et une place plus importante devrait y être accordée aux pays émergents.

En ce qui concerne la fixation de standards applicables à tous pourrait être confiée au **Forum de Stabilité Financière**, conjointement avec la **Banque des Règlements Internationaux**, qui anime le comité de Bâle.

Quelle que soit l'organisation retenue, il importe que les recommandations émises par ces organismes suscitent un consensus au niveau local et soient appliquées partout. Dans le cas contraire, les firmes se livrent à l'**arbitrage réglementaire** et vont élire domicile chez le moins exigeant... Ce qui implique, last but not least, de lutter enfin efficacement contre les **paradis fiscaux**.

Améliorer la réactivité et le pouvoir d'intervention des autorités de surveillance

Ce serait injuste de dire que les autorités de surveillance et les forums de réflexion internationaux n'ont rien vu

venir. Les alertes ont eu lieu, malheureusement les autorités de surveillance sont organisées pour travailler de manière plutôt réactive que pro-active, conformément d'ailleurs avec l'idéologie du laisser-faire qui est une composante de l'économie de marché.

Cependant il aurait été utile que les autorités soient en mesure d'influer sur le cours des événements avant que la situation ne devienne ingérable. Il faudrait pour cela tout d'abord qu'elles accordent davantage de ressources à l'analyse et au suivi des **innovations financières** et de leurs impacts. Ensuite il faudrait qu'elles prennent davantage d'actions concrètes, en agissant directement auprès du secteur privé quand les développements sur le marché semblent le nécessiter.

Prévenir le risque systémique: organiser le fonctionnement des marchés

Réglementer ou interdire la vente à découvert

Au plus fort de la crise, des tentatives ont eu lieu pour limiter voire interdire la **vente à découvert**, en particulier sur les titres des banques en difficulté. Il ne semble pas que l'expérience ait donné des résultats satisfaisants. En fait la vente à découvert constitue un outil d'arbitrage qui tend à réduire la volatilité des titres et à faciliter la juste valorisation des actifs sur le marché. Il est peu probable que d'autres actions soient menées en ce sens. Reste à informer le grand public pour débarrasser la vente à découvert de sa connotation sulfureuse...

Organiser le fonctionnement des marchés de dérivés

Plus intéressantes sont sans doute les mesures proposées en vue de structurer le fonctionnement des marchés de produits dérivés OTC (Over The Counter), en particulier les dérivés de crédit tels que les CDS (Credit Default Swap). Ces produits ont en effet contribué à diffuser la crise.

Ce sera sans doute un des premiers changements significatifs à émerger de cette crise. En effet plusieurs entreprises de marché au US et en Europe ont déjà annoncé leur intention de créer une **chambre de compensation** pour les dérivés de crédit ou les dérivés de taux. Celle-ci, en s'interposant entre les acheteurs et les vendeurs et obligeant ceux-ci à effectuer des dépôts de garantie à l'échelle de leurs encours, permettrait de réduire à quasiment zéro le risque systémique sur ce marché.

Par ailleurs, la standardisation de ces instruments et leur négociation sur un marché organisé améliorera la transparence.

Bibliographie et ressources

Cette bibliographie bien que substantielle, ne représente qu'une faible part de la littérature produite à ce jour tant par le secteur privé que par les Banques centrales, le FMI, la Banque des Règlements Internationaux, le Forum de Stabilité financière, ... Le lecteur se référera utilement aux sites de ces différentes institutions.

[FMI](#) (Fonds Monétaire International)

[FSF](#) (Forum de Stabilité Financière)

[BIS](#) (Bank for International Settlements)

[Banque de France](#)

Titrisation

[Présentation de la titrisation](#), par **fimarkets**

[Restoring confidence in the Securitization Markets](#)

Document co-rédigé par les associations professionnelles suivantes:

[American Securitization Forum](#)

[Securities Industry and Financial Markets Association](#)

[Australian Securitisation Forum](#)

[European Securitisation Forum](#)

« [The incentive structure of the « originate and distribute » model](#) », Banking Supervision Committee, Bank of International Settlements, Août 2008

Agences de notation

« [Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings?](#) » Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Juillet 2008

Valorisation

« [Supervisory guidance for assessing bank's financial instrument fair value practice](#) », Basel Committee on Banking Supervision, Novembre 2008.

Marchés des produits dérivés

[CFTC Registers International Derivatives Clearinghouse, LLC as a Derivatives Clearing Organization](#)

<http://www.isda.org/press/pdf/House-Ag-testimony.pdf>

« [World exchanges: clearing the swaps](#) », Economist Intelligence, Décembre 2008

Catalogues de mesures

Financial Stability Forum: « Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience », Avril 2008

http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf

Financial Stability Forum: « Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience – Follow-up on implementation », Octobre 2008

http://www.fsforum.org/press/pr_081009f.pdf

« [Ten fundamentals Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization](#) », Nouriel Roubini, Mars 2008

« [Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy](#) », déclaration du sommet du G20, disponible sur le site de la Maison Blanche.

Article publié le 7 janvier 2009, révisé le 5 avril 2009

La crise financière: les rapports

Introduction

Pour ceux qui aiment la lecture, voici la liste des principaux rapports publiés par des institutions nationales ou internationales au sujet de la crise financière. S'ils n'y sont pas tous, si vous avez connaissance d'un document intéressant qui ne serait pas mentionné ici, n'hésitez pas à [nous contacter](#)! A noter que nous nous intéressons essentiellement aux **mesures** préconisées en vue de pallier les dysfonctionnements de la sphère financière qui ont été révélés par la crise de 2007-2009. Ces mesures portent soit sur la **régulation**, c'est-à-dire la mise au point des lois, règles et standards encadrant l'activité des marchés, soit sur la **supervision**, c'est-à-dire les moyens par lesquels les autorités surveillent l'application de ces règles et sanctionnent les manquements.

Forum de Stabilité Financière

Le **FSF** a été un des premiers à dégainer dès **avril 2008** avec un premier rapport dirigé par **Mario Draghi**, gouverneur de la Banque centrale d'Italie (Banca d'Italia): "[Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience](#)" (74 pages). Ce rapport a déjà fait l'objet de deux compléments, dédiés à l'implémentation, en octobre 2008 et en [avril 2009](#).

Le rapport initial consacre une brève première partie aux défaillances indentifiées de la sphère financière. L'essentiel du texte porte ensuite sur les mesures envisagées:

1. renforcer la surveillance du capital réglementaire, de la liquidité et de la gestion des risques
2. améliorer la transparence et la valorisation
3. changer le rôle et l'utilisation des agences de notation

Le livre FiMarkets [Extraits]

4. renforcer la capacité des autorités de tutelle à réagir face aux risques
5. mettre en place des procédures de gestion des risques systémiques

A noter qu'en avril 2008 tout y est déjà ou presque. En revanche, nombre des "mesures" proposées ressemblent surtout soit à des déclarations d'intention, exemple: "Supervisors will assess the cyclicity of the Basel II framework and take additional measures as appropriate.", soit carrément à des vœux pieux, exemple: "Regulators and supervisors should work with market participants to mitigate the risks arising from remuneration policies."

Groupe des 30

Le [groupe des trente](#) est une organisation privée, internationale, constituée de membres venant du public et du privé, qui se donne pour objectif d'améliorer la compréhension des questions financières et économiques. Ce n'est pas une institution dotée d'un quelconque pouvoir mais plutôt un groupe de réflexion. Le rapport, intitulé "[Financial reform: a framework for financial stability](#)" (82 pages), dont la rédaction a été supervisée par **Paul Volcker**, ancien gouverneur de la Federal Reserve et de **Jacob Frenkel**, vice-président de AIG et ancien gouverneur de la banque centrale d'Israël, a été publié en **janvier 2009**. Il est tout entier dédié à la réforme du système financier, et sa portée d'envergure mondiale fait qu'il mérite d'être signalé ici. Il s'organise autour des grands thèmes suivants:

1. éliminer les failles et les faiblesses dans la régulation et la supervision
2. améliorer la qualité et l'efficacité de la régulation et de la supervision
3. renforcer les politiques et les standards des institutions financières
4. rendre les marchés plus transparents et leurs infrastructures plus robustes

Commission européenne

La [commission européenne](#) a confié la supervision de son propre [rapport](#) à un comité créé pour l'occasion, "The High level group on financial supervision in the EU", présidé par **Jacques de Larosière**, ancien directeur du FMI et ancien gouverneur de la Banque de France. Il a été publié en **février 2009**. Ses 86 pages reviennent d'abord sur les causes de la crise économique et financière, présentées de façon claire et synthétique, puis l'importance de la régulation et son influence sur l'économie. Enfin il fait bien évidemment la part belle aux réformes réglementaires. Il traite en détail de la réglementation européenne, mais aussi de sa transposition au niveau des Etats membres, et avance aussi des préconisations valables au niveau mondial. En voici les grandes lignes:

1. réformer la réglementation et remédier à ses défaillances
2. réformer le cadre réglementaire européen
3. réformer le cadre réglementaire au niveau mondial

La présentation du rapport en courts chapitres, avec les recommandations dans des encadrés distincts, en rend la lecture aisée et compréhensible. Les propositions de réforme du contexte réglementaire au niveau européen, si elles sont effectivement implémentées, remplaceraient les actuels "comités de niveau 3" ([CESR](#), [CEBS](#) et [CEIOPS](#)) par des autorités dotées de pouvoir d'intervention renforcés, ce qui constituerait une évolution majeure. C'est un document très intéressant. A noter que Jacques de Larosière a également participé à l'élaboration du rapport du groupe des 30.

Etats-Unis

Le rapport du [département du Trésor américain](#), produit sous la direction de **Henry Paulson**, remonte à **mars 2008** et est tout entier (212 pages!) dédié à la réforme réglementaire aux Etats-Unis. Il s'intitule "[Blueprint for a modernized financial regulatory structure](#)". Il revient longuement sur l'historique du cadre réglementaire actuel, caractérisé par un véritable émiettement des responsabilités. Puis il propose des recommandations à court puis moyen terme, avant de décrire l'infrastructure cible "optimale". Dans l'esprit des rédacteurs, celle-ci devrait s'organiser autour des **objectifs** de la régulation:

1. stabilité des marchés, objectif confié à la Federal Reserve
2. surveillance prudentielle des institutions financières, objectif confié à un organisme nouveau,
3. supervision de la conduite des affaires, objectif confié également à un organisme nouveau.

Le cadre réglementaire cible serait ainsi profondément différent du cadre actuel, qui a semble-t-il fait la preuve de son inefficacité.

Grande-Bretagne

Le rapport de la [FSA](#), l'autorité de tutelle du Royaume Uni, a été rédigé par **Lord Turner**, président de la FSA lui-même et intitulé en toute simplicité "[The Turner review: a regulatory response to the global banking crisis](#)". Son principal mérite est de revenir longuement (40 pages sur 117 au total) sur les causes et le déroulement de la crise, avec force graphiques à l'appui. Il faut dire qu'il bénéficie déjà d'un certain recul, ayant été publié en **mars 2009**. Les réformes proposées se répartissent en plusieurs rubriques parmi lesquelles on ne note rien de nouveau par rapport à ce qu'ont pu proposer les autres rapports:

1. capital réglementaire, comptabilité et liquidité
2. couverture géographique et institutionnelle de la réglementation
3. assurance des dépôts
4. gestion des défaillances bancaires
5. agences de notation
6. rémunération
7. infrastructure de marché des CDS
8. analyse macro-prudentielle
9. révision du cadre d'opération de la FSA
10. gouvernance et gestion des risques dans les institutions financières
11. encadrement des activités de trading dans les banques
12. coordination internationale de la supervision
13. coordination européenne de la supervision
14. questions ouvertes

Le rapport Turner sollicite la contribution des acteurs de la place, d'où la présence de questions ouvertes. A noter aussi la référence à la nécessaire coordination internationale et en particulier européenne, une concession majeure venant de Grande Bretagne!

France

La France a eu droit à deux rapports d'inspirations sensiblement différentes.

Le premier a été confié à **René Ricol**, actuel médiateur du crédit, dans le contexte de la présidence française de l'Union Européenne. Ce "[Rapport sur la crise financière](#)" focalise de ce fait ses recommandations sur la réglementation européenne. Publié en **septembre 2008**, il pourrait donc constituer un prélude au rapport de Larosière. En fait, il traite des questions soulevées par la crise sous un angle assez politique, en analyse tous les aspects, formulant au passage des recommandations. Certains sujets abordés comme les marchés des matières premières, ou la lutte contre la fraude financière, détonent par rapport à la teneur des autres rapports, généralement plus techniques. C'est un document original par rapport aux autres et aussi très détaillé (166 pages).

Le [rapport Deletré](#) quant à lui, publié en **janvier 2009**, est consacré à la question de la supervision des activités financières en France. Il est rédigé par **Bruno Deletré**, inspecteur des finances, ancien membre du comité exécutif de la banque Dexia. Les propositions, très techniques et étayées par des argumentations détaillées, s'organisent autour des axes suivants:

1. maintenir la proximité entre la Banque Centrale et le contrôle prudentiel
2. maintenir la distinction entre contrôle prudentiel et supervision des marchés
3. introduire la convergence européenne dans les objectifs des autorités de supervision
4. développer l'approche macro prudentielle
5. renforcer le rôle des Collèges au sein des autorités de supervision
6. distinguer les commissions de sanction des collèges de supervision
7. rapprocher les autorités d'agrément des autorités de contrôle
8. associer les professionnels à la supervision
9. concentrer le contrôles prudentiel des mutuelles
10. rapprocher le contrôle des banques et celui des assurance
11. rapprocher le contrôle du respect des obligations professionnelles des services financiers et des assurances à l'égard de la clientèle

Une longue annexe (près de 100 pages sur 200) revient sur l'organisation de la supervision en Allemagne, en Espagne, aux Etats-Unis, aux Pays-Bas et au Royaume Uni.

G20

Le livre FiMarkets [Extraits]

Quant au [G20](#), qui est rappelons-le une entité purement informelle, sans existence et sans pouvoir juridique, il n'a comme on vient de le voir que l'embaras du choix des sources d'inspiration. En fait on pourrait voir le G20 comme une sorte de "comité de direction" du monde, en charge d'examiner et d'entériner le travail fourni en amont durant des mois par une armée de fonctionnaires anonymes.

En ce qui concerne la régulation financière, les communiqués du G20 reprennent donc les mesures proposées par les divers rapports décrits précédemment sans y apporter rien de nouveau. De plus, bien que la réunion d'avril 2009 à Londres ait été bruyamment saluée comme un succès, alors que celle de novembre 2008 à Washington était censée avoir accouché d'une souris, c'est bien dans le [communiqué de Novembre](#) que l'on trouve avec le plus de précisions le plan d'action adopté par le G20 pour réformer la finance mondiale. Ce plan d'action s'organise autour des axes suivants:

1. transparence de l'information comptable et financière
2. renforcement des régimes réglementaires et supervision de tous les acteurs y compris les agences de notation
3. défense de l'intégrité des marchés
4. renforcement de la coopération internationale
5. réforme des institutions financières internationales

Article publié le 6 avril 2009

Acteurs



Les acteurs des marchés financiers

Classification des acteurs par l'offre et la demande de capital

Le marché du capital étant le lieu où se rencontrent l'offre de capitaux, proposée par les investisseurs, et la demande, qui émane des émetteurs, on peut dans un premier temps classer les acteurs des marchés de capitaux en trois grandes catégories :

- Les [émetteurs](#)
- Les investisseurs
- Les intermédiaires

Pour ce qui concerne la mise en relation des investisseurs avec les émetteurs, et donc le rôle des intermédiaires, la théorie économique oppose le financement par l'emprunt bancaire, dit « intermédié », au financement par l'émission de titres, « désintermédié ».

Dans le premier cas (financement intermédié), les ressources disponibles des agents à capacité de financement (les dépôts, en particulier des ménages), sont mises à la disposition des agents à besoin de financement (entreprises) par les banques. Le rôle crucial des banques dans ce cas est de permettre de transformer l'horizon temporel de court terme des premiers, vers l'horizon temporel de long terme (investissement) des seconds.

Dans le second, les agents à besoin de financement captent directement l'épargne publique par l'émission de titres (pour faire simple, les actions et les obligations) qui sont acquis par les agents à capacité de financement. Le qualificatif « désintermédié » apposé à ce mode de financement est pourtant un peu trompeur tant il est vrai que les intermédiaires sont en définitive plus nombreux et diversifiés que dans le cas précédent, avec là encore un rôle central joué par les banques !

Classification des acteurs par l'offre et la demande de produits financiers

De la part des acteurs eux-mêmes, la dichotomie se fera plutôt entre l'offre et la demande de [produits financiers](#). On parle alors de « sell-side » et « Buy-side ». Le « sell-side » regroupe les acteurs qui sont à l'origine des produits : banques d'investissement, qui les évaluent : analystes financiers, et qui les distribuent : courtiers ; le sell-side a ainsi pour objectif de capter les investissements et est au service des émetteurs. Cette catégorie d'acteurs est à l'origine de l'innovation financière et se rémunère par des commissions ou des marges sur les transactions qu'elle réussit à générer.

Le « buy-side » représente les acteurs qui vont acquérir ces mêmes produits : fonds de pension, [OPCVM](#), compagnies d'assurance, [hedge funds](#). Le buy-side représente donc les investisseurs, qui a pour objectif de constituer un portefeuille d'actifs et d'en accroître la valeur et se rémunère de cette façon.

Cette distinction, plus technique et couramment utilisée parmi les professionnels, présente l'inconvénient de laisser un peu de côté les émetteurs eux-mêmes. Par ailleurs elle peut générer la confusion chez le néophyte dans la mesure où le « sell-side » est représenté, en particulier, par la banque dite « d'investissement » qui au vu des définitions présentées plus haut devrait donc se trouver de l'autre côté !

En réalité une banque d'investissement œuvre des deux côtés de la chaîne, dans la mesure où elle est d'une part à l'origine de l'émission de produits financiers, mais d'autre part en acquiert également dans le cadre de la gestion de ses fonds propres. C'est pourquoi, afin d'éviter les conflits d'intérêts préjudiciables aux clients, ces établissements sont requis d'élever des « murailles de Chine » (Chinese wall) entre leurs services assumant les fonctions « buy-side » et « sell-side ».

Des rôles divers assumés par des acteurs polyvalents

On le pressent déjà, il va généralement être impossible de ranger un établissement dans une catégorie précise

Le livre FiMarkets [Extraits]

d'acteurs. En définitive, une banque généraliste est un peu partout à la fois : elle émet des titres pour couvrir ses propres besoins de financement, assiste les entreprises dans leurs propres opérations de financement, ou les finance directement par le prêt ou la prise de participation. Par la mise à disposition des moyens de paiement, la tenue de comptes titres et espèces et plus encore via ses filiales de courtage ou de [gestion d'actifs](#), elle joue les intermédiaires indispensables dans la vie des marchés.

C'est pourquoi sur fimarkets nous présenterons davantage des « rôles » bien définis, sachant qu'un « acteur », peut bien souvent être dans plusieurs rôles suivant les cas. Cependant l'exposé se situera toujours au niveau du marché financier dans son ensemble. Les rôles exercés au sein d'un établissement donné sont traités dans une autre partie du site, consacrée aux « [fonctions](#) ».

Pour aller plus loin

Fimarkets vous propose des présentations sur les principaux acteurs des marchés de capitaux: voir le menu ci-contre.

Sur la différence entre "Buy-Side" et "Sell-Side": voir [cet article](#) sur [Investopedia](#)

Régulation

Les autorités de tutelle

A tous les niveaux (international, européen, national), les autorités de tutelle répartissent entre deux champs d'action leurs actions de surveillance et de réglementation: les activités bancaires d'une part, les marchés financiers d'autre part.

Historiquement les banques centrales jouent le rôle de « banques des banques », prêteur en dernier ressort et de banquier de l'Etat. Les banques centrales veillent à la stabilité des monnaies en ajustant l'offre de monnaie en direction des banques. Les outils d'ajustement sont les réserves obligatoires que les banques doivent déposer auprès des banques centrales et surtout la définition des taux d'intérêt des prêts offerts par la banque centrale aux banques commerciales. Cette politique monétaire est souvent menée indépendamment de l'Etat : c'est le cas dans l'Union Européenne, mais pas toujours : aux Etats-Unis la Federal Reserve fonctionne sous le contrôle du Sénat.

Tous les pays se dotent également de structures adéquates pour veiller au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. Ces structures coopèrent au niveau international.

La mission des autorités de tutelle comprend également une part importante d'investigation, de recueil d'informations sur l'économie et les marchés, et de réflexion, et ce dans un but non lucratif. C'est pourquoi une visite sur les sites de ces organismes est souvent très intéressante, car ce sont des mines d'informations gratuites.

Les organismes internationaux

Il n'y pas à proprement parler d'autorité de tutelle au niveau international, mais les autorités nationales se rencontrent et se concertent au sein d'organisations dont les publications ont souvent un grand intérêt et une influence certaine sur les décisions prises au niveau local.

La Banque des règlements internationaux

La **BRI** (en anglais BIS, Bank for International Settlements), basée à Bâle, en Suisse, agit comme la « banque centrale des banques centrales ». Elle un offre un éventail de services conçus pour leur faciliter la gestion de leurs réserves de change et d'or.

Parallèlement, la BRI coordonne et anime plusieurs forums ou comités promouvant la stabilité financière internationale. Le plus connu d'entre eux, le comité de Bâle, est à l'origine des « accords de Bâle » définissant le ratio Cooke, devenu maintenant le ratio McDonough.

La BRI ne rend pas de décisions ayant force de loi, mais la collégialité des discussions organisées sous son égide confèrent à ses propositions un poids certain.



International Organization of Securities Commissions

Le **IOSCO** (OICV, Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, en français) regroupe toutes des autorités de marché du monde entier. La France y est représentée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers). Le IOSCO promeut l'émergence de standard dans les échanges sur les marchés internationaux, la coopération entre autorités de marché dans leurs activités de surveillance, la réflexion concertée sur le fonctionnement et la régulation des marchés.



Les autorités européennes

La Banque Centrale Européenne, l'Eurosystème et le SEBC

La [banque centrale européenne](#) (BCE en français, ECB en anglais), avec les banques centrales de chacun des pays membres de la zone Euro, constitue l'Eurosystème. Les banques centrales des pays membres de l'Union Européenne, y compris les pays non adhérents à l'Euro, constituent le SEBC (Système Européen de Banques Centrales, ESCB en anglais).

La mission principale de l'Eurosystème, comme l'ont prévu les accords de Maastricht, est de veiller à la stabilité des prix. Le conseil des gouverneurs des banques centrales de l'Eurosystème définit collégalement la politique monétaire, qui est ensuite mise en œuvre localement par chaque centrale. La BCE édicte des règlements concernant le fonctionnement du marché bancaire et monétaire de la zone Euro.

La BCE assure également le fonctionnement de [TARGET](#), le système européen de transferts de fonds en Euro.



EUROPEAN CENTRAL BANK

Committee of European Securities Regulators

Le [CESR](#) regroupe les autorités de marché des 25 pays membres ou futurs membres de l'Union Européenne (la France y est représentée par l'AMF), ainsi qu'un représentant de la commission européenne. Le CESR améliore la coordination entre les autorités de régulation locales, conseille la commission européenne pour l'élaboration de la réglementation dans le domaine Bourses de Valeurs, veille à l'application de la réglementation dans l'ensemble de la zone européenne.



Les autorités de tutelle en France

La banque de France

Membre de l'Eurosystème, la [Banque de France](#) assure la mise en œuvre de la politique monétaire unique définie par le conseil des gouverneurs des banques centrales de la zone Euro. Concrètement, les établissements de crédit qui souhaitent obtenir des financements auprès de la banque centrale, peuvent participer aux appels d'offres qui ont lieu chaque semaine aux conditions définies par l'Eurosystème. La Banque de France collecte les informations statistiques nécessaires à l'élaboration de la politique monétaire.

La Banque de France organise l'émission de la dette de l'Etat français pour le compte de l'agence France Trésor. La Banque de France est chargée d'émettre la monnaie fiduciaire (billets et pièces). Elle gère les réserves de change de la France. Elle établit la balance des paiements pour le compte de l'Etat. Elle centralise un certain nombre d'informations utiles aux banques : le service central des risques, le FIBEN (Fichier Bancaire des Entreprises), le fichier des incidents de paiement.

La Banque de France surveille et réglemente le fonctionnement du marché bancaire. Cette mission est menée à bien plus spécialement au sein de différents comités fonctionnant sous son égide : le comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF), le comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI), la commission bancaire, le conseil national du crédit et du titre (CNCT) et le comité consultatif.



L'Autorité des Marchés Financiers

Le livre FiMarkets [Extraits]

L'[AMF](#) est issue de la fusion de la COB (Commission des Opérations de Bourse) et du CMF (Conseil de Marchés Financiers), regroupés dans un souci de rationalisation. L'AMF a pour mission de veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.

L'AMF réglemente et contrôle l'ensemble des opérations financières portant sur les sociétés cotées. Elle autorise la création de SICAV et de FCP, agréé les sociétés de gestion lors de leur création. Elle définit le cadre réglementaire de fonctionnement des entreprises de marché (Bourses, systèmes de règlement-livraison) et des entreprises d'investissement et plus généralement des [professionnels des services d'investissement](#).

L'AMF peut procéder à des contrôles ou à des enquêtes et éventuellement sanctionner les contrevenants.



Les autorités de tutelle aux Etats Unis

Aux Etats-Unis, la [Federal Reserve](#) supervise les Federal Reserve Banks, au nombre de 12, qui détiennent les réserves obligatoires des banques. La direction de la Fed (le Board of Governors) est nommée par le président et confirmée par le Sénat. La Fed met en œuvre la politique monétaire, supervise le système bancaire, maintient la stabilité du système financier et fournit un certain nombre de services, dont la gestion du système de transfert de fonds Fedwire.



The Federal Reserve Board

La [SEC](#), Securities and Exchange Commission, veille à la transparence des marchés financiers, surveille l'activité des acteurs des marchés, et sanctionne les manquements à la réglementation.



Les autorités de tutelle en Grande Bretagne

En Grande Bretagne, la [Bank of England](#) veille à l'intégrité et la stabilité de la monnaie, à la stabilité du système financier et à l'efficacité des services financiers. La [FSA](#) (Financial Services Authority) autorise les acteurs ayant accès au marché, réglemente le fonctionnement des marchés et protège l'investisseur final.

