

# La taxe Obama comme incitation

CS GROUP ET UBS. Le nouvel impôt anticipé donne aussi l'occasion d'optimiser la présence américaine et la banque d'investissement.

PIOTR KACZOR  
ZURICH

Le siège gagné par les Républicains au Sénat des Etats-Unis, et la perte de la supermajorité de 60 sièges qu'elle induit pour les Démocrates, n'est pas de nature à bousculer les projets du Président Obama dans le secteur financier. A la différence de l'impact attendu sur la réforme de la santé, à laquelle une majorité d'Américains semblent opposés. Il n'en reste pas

moins que le projet controversé de taxe sur la responsabilité de la crise financière (Financial Crisis Responsibility Fee FCRF) présenté la semaine dernière est lui aussi remis en question. D'autant qu'il doit encore obtenir l'aval du Congrès et du Sénat. Une mesure visant à rapporter 90 milliards de dollars en 10 ans. «Si cette annonce n'a pas eu l'impact boursier redouté sur les titres des géants bancaires concernés, c'est que d'une part ceux-ci redoutaient le pire -

par exemple une nouvelle mouture de l'ancienne loi Glass-Steagall qui les contraindrait à séparer les métiers bancaires. D'autre part les milieux concernés comptent bien en atténuer la portée» explique Daniel Bischof, analyste à la Banque Sarasin. Ce dernier évalue, dans un commentaire, l'impact négatif de cette taxe sur les banques à 5 - 10% de leurs bénéfices normalisés pour des établissements tels que Bank of America, JP Morgan Chase et Citigroup.

Une taxe qui serait encore plus douloureuse pour les groupes centrés sur le négoce wholesale tels que Morgan Stanley ou Goldman Sachs, lesquels ne peuvent pas s'appuyer une ample base de déposants. Des établissements pour lesquels le déficit pourrait s'élever à 1 milliard de dollars soit d'une ampleur relative de 10%.

Ce projet d'une taxe de 15 points de base sur les engagements bancaires susceptible d'entrer en vigueur dès le deuxième semestre 2010 concernerait une cinquantaine d'établissements comptant chacun plus de 50 milliards de dollars d'actifs, y compris 10 à 15 sociétés affiliées de groupes étrangers, en particulier Deutsche Bank, RBS, Barclays, HSBC, BNP Paribas et Socgen. Alors que les banques espagnoles BBVA et Santander paraissent moins concernées, compte tenu de leur présence aux Etats-Unis dans la banque de détail et, par conséquent, de leurs dotations substantielles en dépôts.

S'interrogeant sur les conséquences d'une telle mesure pour Credit Suisse et UBS, Rainer Skierka, analyste chez Sarasin également, relève de son côté que cette perspective n'incitera pas nos grandes banques à un mouvement de retrait des Etats-Unis. Mais elle constitue à son gré «une excellente opportunité de tester la rentabilité de leurs activités américaines et d'y optimiser leur présence. Sur la base d'une évaluation sommaire, il estime l'impact d'une telle taxe à 560 millions de dollars par année pour Credit Suisse et à 360 millions pour UBS. Soit l'équivalent de 4 - 6% de leurs bénéfices prévisionnels 2011. «Si, de surcroît, la Suisse devait à son tour répondre au souhait américain d'introduire elle-même une telle taxe, les charges additionnelles se monteraient à 1,2 milliard de dollars pour Credit Suisse et à 1,7 milliard pour UBS, soit de 14% à 19% de leurs profits attendus en 2011.

Cette dernière hypothèse est toutefois jugée peu probable compte tenu du fait que la Confédération n'a pas subi de pertes directes. Une telle mesure ne peut cependant être exclue à son gré si elle obtient le soutien de l'OECD ou du G-20. Quelle sont les possibilités d'optimisations susceptibles d'être développées par nos grandes banques aux Etats-Unis? «Celles qui dans la banque d'investissement concernent les affaires les plus exposées à cette taxe, notamment des activités de négoce wholesale qui impliquent le dépôt à court terme d'actifs dans le bilan. Et qui présentent l'inconvénient de gonfler celui-ci momentanément. Par exemple dans le cadre de transactions consortiales ou de négociations de blocs susceptibles d'accompagner des activités de fusions et acquisitions, répond Rainer Skierka. D'une manière plus générale, la perspective de voir cette taxe se concrétiser doit donner lieu désormais à un réexamen des activités non seulement sous l'angle de leur voracité intrinsèque en capital, mais aussi en tenant compte de ces charges extrinsèques possibles. Même s'il convient de la souligner, les facteurs politiques, aux Etats-Unis d'abord, restent des inconnues majeures dans la nouvelle donne au sein des Chambres américaines. A la différence de l'approche rétrospective des Etats-Unis à cet égard, le FMI et l'UE doivent encore présenter leurs solutions respectives sur la contribution du secteur financier à la prévention de futures crises éventuelles, ainsi qu'au financement de plans de sauvetages. ■

LES AFFAIRES DE NÉGOCE  
WHOLESALE DANS  
LA BANQUE  
D'INVESTISSEMENT  
SERAIENT PÉNALISÉES  
PAR LA TAXE PROJÉTÉE.

## Berlin freine la surchauffe du solaire

Le gouvernement imposera en avril un recul supplémentaire de 15% du prix garanti pour les panneaux installés sur les toits.

Berlin a annoncé hier une réduction drastique de son soutien à la production d'électricité photovoltaïque pour éviter la surchauffe du premier marché mondial du monde de panneaux solaires, au grand dam des industriels du secteur. En Allemagne, l'aide à l'électricité solaire prend la forme d'un «prix garanti» fixé par l'Etat: tout propriétaire de panneau est assuré de pouvoir vendre pendant vingt ans son électricité à un tarif très élevé.

Un particulier qui a installé en janvier en Allemagne un panneau solaire sur son toit pourra revendre à l'entreprise locale d'énergie l'électricité qu'il produit et ne consomme pas lui-même pour 39 centimes le kilowattheure.

Le prix de marché en Allemagne tourne aujourd'hui autour de 5 centimes le kilowattheure. La différence est répercutée sur les factures des consommateurs, et non pas financée par l'Etat.

La loi allemande prévoit que le prix garanti baisse régulièrement, le 1<sup>er</sup> janvier de chaque année. Mais en plus de cette dégressivité déjà prévue, Berlin va cette année procéder à des coupes supplémentaires, a annoncé le ministre allemand de l'Environnement, Norbert Röttgen.

Le gouvernement imposera en avril un recul supplémentaire de 15% du prix garanti pour les panneaux installés sur les toits, qui sera étendu en juillet aux installations au sol, a dit le ministre conservateur lors d'une conférence de presse à Berlin. Coïncidence: la capitale allemande vivait mercredi sa quatorzième journée d'affilée sans soleil, un record depuis plus de quarante ans. ■

## La cote: un risque de marginalisation

Les marchés financiers voient leur influence s'éroder régulièrement. Il est temps pour eux de repenser leur activité.

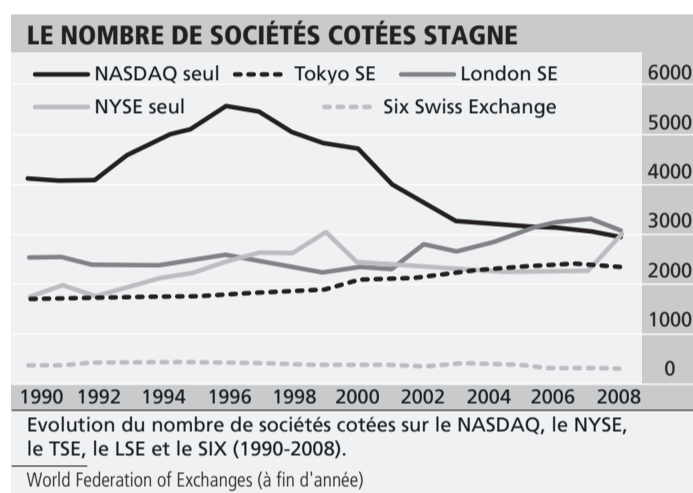
CYRIL DEMARIA\*

La directive européenne MiFID a mis fin aux monopoles boursiers, ce qui a produit un «partage de la liquidité entre plusieurs sources et réduit de façon significative l'influence des marchés cotés et leur transparence», déclare Bruno Lemièrre, Gérant d'Arche Informatique (un cabinet de conseil auprès des bourses de valeurs et institutions financières). La valeur de signal des cotations officielles s'en trouve modifiée. L'origine des valorisations étant plus aléatoire, les coûts associés à la valorisation augmentent. Il est donc difficile d'obtenir une image réelle d'une valeur à partir du cours de ses actions.

Les fusions des marchés cotés, à l'image de NYSE-Euronext ou de Nasdaq-OMX n'ont pas compensé l'érosion de la valeur de signal des cotations. Les banques ont en effet lancé des programmes concurrents, comme Turquoise, acheté récemment par le London Stock Exchange. «CHI-x ou Turquoise ont démontré la capacité des banques à créer un marché alternatif», explique Bruno Lemièrre. «Ses fondateurs étaient tous des banques dont le risque de contrepartie était nul - car too big to fail. Ces systèmes, en captant une part considérable des échanges intraday, ont poussé les marchés et les chambres de compensation à baisser drastiquement leurs tarifs et revoir leurs coûts, l'un des objectifs de MiFID.»

De fait, selon les estimations, Turquoise aurait capté entre 15 et 17% des échanges intra-day et CHI-x plus encore. Les compensations directes sont d'ailleurs un casse-tête pour les projets de taxe sur les transactions boursières. Les places de marché officielles pourraient faire les frais de ces mesures réglementaires alors que les équivalents de Turquoise en seraient exemptés.

Pression supplémentaire, les segments traditionnels des marchés officiels, et en particulier le NASDAQ, ont assisté à une forte ré-



duction des introductions en Bourse ces dernières années. Ceci est d'autant plus vérifiable que les nouveaux entrants passent souvent par les nouveaux compartiments tels que l'AIM à Londres ou Alternext. Or, seul un petit nombre d'acteurs est actif sur ces compartiments. Les introductions s'apparentent souvent plus à une levée de fonds qu'à une activité de cotation proprement dite sur ces segments. Les valeurs cotées sur Alternext figurent régulièrement parmi les plus fortes baisses, notamment lorsque les investisseurs historiques des sociétés nouvellement cotées souhaitent liquider leurs positions.

L'accentuation du fardeau réglementaire sur les sociétés cotées dissuade les nouveaux entrants potentiels sur les compartiments principaux. Ceci explique la faible progression ou la stagnation du nombre de sociétés cotées (voir graphique ci-dessous). «Les entreprises familiales sont par ailleurs assez défiantes face à la cote: les réactions des marchés et la dépendance financière qu'une cotation engendre les fait reculer» analyse Bruno Lemièrre. La crise a démontré toutefois que le recours à la dette pouvait être difficile. Le recours aux fonds propres ne signifie pas que la cote est incontournable: le boom des transactions OTC ou des placements privés répond à cette demande.

L'âge d'or des places de cotation semble désormais révolu et les marchés cotés sont appelés à se transformer. Le nerf de la guerre, pour les marchés boursiers, est l'information. La réduction des activités de recherche au sein des banques a structuré le marché entre

courtiers régionaux spécialisés sur certains marchés et les grands opérateurs internationaux. «Ceci pose un problème de fiabilité de l'information», constate Bruno Lemièrre. «Les places boursières ont un rôle à jouer: celui de tiers de confiance pour les informations émises par les sociétés sur le marché». Il s'agit pour elles désormais de se positionner comme de véritables sociétés de services.

Michael Jensen avait annoncé l'éclipse de la société cotée comme modèle de référence dès 1989, dans un article qui avait fait date<sup>1</sup>. La conséquence est que les marchés doivent désormais faire face à un univers concurrentiel qui va bien au-delà de leurs homologues dans d'autres pays. Désormais l'univers capitaliste des sociétés n'est plus séparé entre liquidité et illiquidité. La transformation qui est à l'œuvre est de fait celle d'une gradation dans la liquidité offerte sur les titres, le private equity assumant d'ailleurs une partie croissante de ce rôle sur les petites et moyennes valeurs. Les places de marché vont devoir faire leur révolution culturelle et trouver leur place dans ce nouvel univers.

<sup>1</sup> Michael Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review (Septembre-Octobre, 1989)

\* www.360journal.com  
www.pefinance.com

LES PLACES BOURSIÈRES DOIVENT DÉSORMAIS SE POSITIONNER COMME DE VÉRITABLES SOCIÉTÉS DE SERVICES.

## Les géants indiens en quête d'acquisitions

ÉNERGIE. Reliance Industries dispose d'une réserve de 2 milliards de dollars. Et elle va encore progresser.

Les groupes énergétiques indiens, dotés d'une solide trésorerie, partent en quête de nouvelles acquisitions dans un contexte où l'Inde, comme la Chine, doit vite trouver de nouvelles ressources pour alimenter une croissance économique en pleine expansion. L'Inde importe quelque 70% de ses besoins en énergie.

«Les entreprises indiennes du secteur pétrolier et gazier seront parmi celles sur lesquelles il faudra compter cette année dans les acquisitions de groupes étrangers», estime Sidharth Punshi, directeur de la branche indienne de la banque d'invest-

tissement mondiale Jefferies. Le conglomérat Reliance Industries, contrôlé par l'homme le plus riche de l'Inde, Mukesh Ambani, a généré depuis septembre 2 milliards de dollars dans plusieurs ventes d'actions successives et selon les analystes, il devrait encore rechercher de nouvelles liquidités pour se lancer dans des acquisitions.

Le groupe, numéro un en Inde en terme de capitalisation boursière et de chiffre d'affaires, et qui exploite plusieurs raffineries via sa branche Reliance Petroleum, a déjà en ligne de mire le géant de la chimie en failite LyondellBasell, basé aux Pays-Bas.

Un accord entre Reliance et Lyondell, le troisième plus grand groupe de chimie, verrait la création d'un géant de l'énergie et de la chimie avec un chiffre d'affaires annuel estimé à près de 80 mds USD. Lyon-

dell, dont la majorité des activités est aux Etats-Unis, a pour l'instant résisté à l'offre de Reliance, qui a initialement mis sur la table 12 milliards de dollars. «Il n'y a aucun doute sur le fait que Reliance est en train de rechercher des acquisitions (au-delà de Lyondell)», juge l'expert en énergie Deepak Pareek, de la maison de courtage Angel Broking, basée à Bombay.

Pour Reliance, une acquisition à l'étranger lui permettrait de diversifier ses actifs, jusqu'à présent presque entièrement concentrés en Inde, et de se lancer dans une concurrence internationale avec des rivaux chinois, européens ou américains. Les indiens ONGC (Oil and Natural Gas Corp, détenu par l'Etat) et Essar Oil ainsi que la branche indienne du groupe pétrolier britannique Cairn, sont aussi sur les rangs. ■