



TITRES OBLIGATAIRES : UNE TENDANCE NOUVELLE À LA CENTRALISATION DES TRANSACTIONS SUR LES BOURSES ?

GIANLUCA GARBI *
PHILIPPE RAKOTOVAO **

Historiquement, les marchés d'actions sont mis en œuvre sur des Bourses centralisées, tandis que les marchés obligataires évoluent dans un environnement de gré à gré, où les transactions sont le fruit d'accords bilatéraux entre les opérateurs de marché. Cette évolution divergente des deux principaux marchés de capitaux s'explique à la fois par la nature de chaque marché et par les contraintes auxquelles ils sont soumis.

Néanmoins, le changement est la seule constante d'un système dynamique et les marchés financiers sont tirés par les avancées continues de la technologie. On notera en particulier que ces dernières années ont été marquées par des progrès importants dans les domaines des télécommunications, de la puissance de traitement informatique, de la technologie de fixation du prix des actifs et de la gestion du risque. Ces facteurs ont structurellement modifié les conditions de la création d'un marché financier : portée géographique et envergure des réseaux, puissance du carnet d'ordres centralisé, rapidité et intégration de l'affichage des prix de plusieurs produits et capacité d'engager la liquidité du marché de manière efficace et peu coûteuse.

Dans ce paysage en plein bouleversement, il apparaît clairement que, sur les marchés obligataires, beaucoup de pratiques de négociation

* Président du directoire de MTS S.p.A.

** Directeur général adjoint de MTS S.p.A.

La traduction de cet article a été effectuée par CPW-Consultants Philippe Willemetz.



sont une survivance de contraintes historiques que les technologies les plus récentes ont permis de contourner. On constate depuis une dizaine d'années une nette désaffection pour les marchés bilatéraux, caractérisés par leur opacité, au profit de nombreuses plates-formes centralisées et transparentes. La plupart ont échoué en raison d'une offre pléthorique, de telle sorte que seul un petit nombre attire des liquidités en quantité suffisante pour atteindre la taille critique, mais toutes partagent les principales caractéristiques d'un modèle économique classique, notamment l'emploi de nouvelles technologies pour réduire les coûts de la négociation sur les marchés obligataires et engendrer des gains de productivité en dotant un marché traditionnellement fondé sur la négociation de gré à gré de caractéristiques propres aux Bourses.

Le cadre réglementaire a eu tendance à hâter la marche vers la centralisation et la transparence. En particulier, l'organisation du marché des actions est affectée par les exigences de transparence de la MiFID - Directive sur les marchés d'instruments financiers - (qui entreront en vigueur d'ici à avril 2007) et un débat est en cours sur l'application de la MiFID au marché obligataire.

La création de plates-formes centralisées a aussi facilité la conception d'indices obligataires et, par là, de fonds indiciels cotés en Bourse (Exchange Traded Funds - ETF). Ces derniers, une innovation récente, sont négociés sur une Bourse ; ces instruments montrent que les marchés actions permettent d'orienter les capitaux vers l'univers des marchés obligataires.

HISTOIRE DES BOURSES D' ACTIONS

L'image traditionnelle qu'évoque la Bourse est celle d'un parquet de négociation physique sur lequel les courtiers et contrepartistes négocient des titres et affichent leur cours, ou même, plus simplement, un immeuble imposant et de grandes dimensions. Ces représentations ont néanmoins le défaut de laisser penser que la Bourse est un lieu où se confrontent des personnes.

En réalité, une Bourse est un marché comportant toutes ou certaines des caractéristiques ci-après : un moyen d'accès pour ses intervenants, une diffusion uniforme des informations susceptibles d'avoir un impact important sur les cours, l'affichage des cours en un point unique (c'est-à-dire un carnet d'ordres transparent), la diffusion des cotations et des transactions à l'intérieur comme à l'extérieur du marché, un égal accès pour tous les acteurs dès lors qu'ils possèdent les qualifications requises, une fonction de compensation centralisée, une fonction de règlement *post-trade* automatique et une réglementation plus ou moins stricte en ce qui concerne le fonctionnement du marché et la nature des instru-



ments qui y sont cotés. La réglementation peut être plus ou moins sévère selon le degré de sophistication des intervenants du marché.

Historiquement, les marchés se sont dotés des caractéristiques des Bourses lorsque leurs produits se sont banalisés et que les avantages de règles plus rigoureuses l'ont emporté sur le coût d'opportunité de l'abandon d'un marché peu organisé. À titre d'illustration, l'évolution de la Bourse de Londres illustre ce constat. Au Royaume-Uni, le processus de codification de la négociation d'actions remonte aux cafés londoniens du XVII^{ème} siècle, qui ont été les premiers à dresser des listes d'actions et de matières premières : c'est là l'un des cas les plus anciens de diffusion de cours. Bien que les transactions proprement dites ne soient pas effectuées dans un endroit précis (dans les cafés proches du Royal Exchange et les rues avoisinantes), il est clair que les possibilités de gain liées à l'absence d'affichage unifié des cours ne pesaient pas d'un grand poids face aux avantages découlant de l'indication claire du prix du marché. Autrement dit, exécuter des transactions portant sur de gros volumes au prix du marché était plus rentable que de négocier un bon prix pour des transactions peu fréquentes.

Il a fallu attendre 1761 pour que les courtiers et teneurs de marché forment un club pour négocier des actions, même si celui-ci était hébergé par l'un des nombreux cafés de Londres jusqu'à la construction d'un bâtiment spécialement voué à cet usage en 1773. Le cheminement qui a abouti à l'apparition d'une Bourse en bonne et due forme n'a pas tardé à s'opérer, de telle sorte qu'un ensemble de règles a été édicté en 1812. La fin du XX^{ème} siècle a vu la cotation électronique succéder à la négociation à la criée mais, sous l'angle de l'organisation du marché, il importe plus encore qu'elle ait été complétée par un système de règlement automatisé et une contrepartie centralisée.

EXPANSION DU MARCHÉ OBLIGATAIRE

Au contraire, le marché obligataire a suivi une évolution très différente qui tient au fait que, pour l'essentiel, ce sont des créances, même si celles-ci se présentent sous forme de titres. À l'instar des prêts, les obligations sont des instruments à échéance déterminée, ce qui signifie que les investisseurs sont généralement enclins à les acheter pour les conserver jusqu'à l'échéance. Historiquement, la nécessité d'un marché secondaire s'expliquait uniquement par celle d'allouer des capitaux et liquider des actifs. Même la tendance relativement récente à l'allocation d'actifs dynamique en fonction de la valeur relative et de jugements sur la conjoncture économique n'empêche pas que, fondamentalement, les obligations soient des placements à long terme. En conséquence, l'exigence d'efficacité du marché était traditionnellement moins forte que sur le marché des actions.



Le marché obligataire est rendu plus complexe par la distinction entre les titres souverains et ceux du secteur privé.

Les obligations sont aussi anciennes que les actions. Des sociétés telles que la Compagnie des Indes néerlandaises (Dutch East India Company) étaient des émetteurs actifs dès 1623 et c'est à peu près à cette époque que les États nationaux ont commencé à lever des fonds au moyen d'emprunts négociables. Contrairement aux actions, les flux d'obligations ont fini par se concentrer entre les mains d'un petit nombre de contrepartistes dominants qui, vers la fin du XIX^{ème} siècle, étaient parfois appelés *money trusts* aux États-Unis. Des particuliers et des familles telles que les Rothschild en Europe et John Pierpont Morgan aux États-Unis contrôlaient l'accumulation de capital et la syndication de prêts souvent gigantesques. Lorsqu'Andrew Carnegie en vint à vendre ses participations considérables dans des sociétés sidérurgiques pour 480 M\$ en 1901 (y compris les intérêts minoritaires), c'est John Pierpont Morgan qui a syndiqué les obligations nécessaires pour payer une partie du prix de l'acquisition.

Ce haut degré de concentration explique, entre autres, que le concept de Bourse d'obligations soit apparu superflu au moment où les marchés d'actions continuaient à se doter de règles plus nombreuses et plus strictes. Le marché obligataire se cristallisait autour de transactions importantes et occasionnelles négociées entre un nombre assez restreint d'individus et d'établissements disposant de capitaux à allouer considérables. Vu l'importance de ces moyens, les acteurs du marché étaient assez sophistiqués, possédaient eux-mêmes les compétences nécessaires et avaient accès à la recherche. La nécessité de disposer de l'environnement réglementé d'une Bourse se faisait moins ressentir.

De plus, la formation des prix des obligations était relativement transparente : il suffisait d'ajouter une marge de crédit (*spread*) assez stable au taux d'intérêt. La nécessité d'afficher en continu les prix d'une émission donnée n'était jamais aussi pressante que sur le marché des actions, qui est très sensible aux prévisions de bénéfices, notamment volatiles, plutôt qu'à la qualité de l'émetteur : l'un des grands motifs de la création des marchés obligataires était donc absent.

Les obligations se distinguaient aussi par d'autres caractéristiques, notamment leur multiplicité. Une même société peut n'émettre qu'un seul type d'actions alors qu'elle procédera à des centaines d'émissions obligataires distinctes. De même, les États ont à tout instant un encours abondant d'obligations provenant de plusieurs émissions. Déterminer le prix de ces émissions est assez simple, mais un marché tiré par les ordres est incapable de déterminer le prix d'une gamme de titres aussi variée et sa fixation par une cotation à la criée est coûteuse. Sous l'angle économique, le recours à une Bourse pour un grand nombre



d'émissions sur lesquelles les transactions sont rares constitue une allocation onéreuse du travail et du capital.

Il était naturel que, au fur et à mesure de son évolution, le marché obligataire se prête mieux à une demande de cotation entre clients et contrepartistes et, par l'intermédiaire des courtiers, entre les contrepartistes eux-mêmes. Le nombre de participants équivalents effectuant régulièrement des transactions entre eux n'a jamais progressé. C'est pourquoi il était douteux, compte tenu de l'expérience passée, qu'une Bourse et les infrastructures associées puissent voir le jour, de telle sorte que les économies qui en découlaient ne pouvaient être réalisées. En conservant sa structure de marché de gré à gré, le marché obligataire a conservé son opacité et les marges confortables qui en résultaient ont été en partie annulées par des coûts également élevés.

LE MARCHÉ ÉVOLUE

Comme on l'a vu plus haut, les marchés financiers évoluent constamment. L'apparition du compartiment des émissions souveraines est peut-être le premier événement important de l'organisation du marché obligataire. Au regard des critères modernes, les besoins de financement des États étaient historiquement assez modestes parce qu'ils jouaient un rôle limité. Les deux guerres mondiales, la crise de 1929, la théorie économique de Keynes et le rôle plus actif joué par les États au XX^{ème} siècle ont augmenté dans des proportions très importantes les besoins de financement des États, qui excédaient les recettes fiscales. Alors qu'auparavant les États n'étaient clients que d'un petit nombre de contrepartistes, leurs besoins de financement ont fini par devenir tels qu'un ou deux contrepartistes ne pouvaient plus y suffire, de telle sorte que les émetteurs ont mis en place des groupes de spécialistes en emprunts d'État (*primary dealers*).

Les contrepartistes ayant le statut de spécialiste en emprunts d'État qui participaient aux adjudications jouissaient d'un statut privilégié puisqu'ils recevaient un flux régulier et transparent d'émissions sur le marché primaire. En contrepartie, ils s'engageaient à assurer la liquidité des émissions souveraines sur le marché secondaire. Cet arrangement a été qualifié de « pacte de liquidité » entre les contrepartistes et les émetteurs : il désigne un engagement afin d'assurer la liquidité du marché, moyennant quoi la prime de liquidité incorporée dans les rendements obligataires est faible, ce qui est la contrepartie d'émissions prévisibles, car leur calendrier est publié, au lieu qu'elles soient effectuées au coup par coup et les besoins de financement sont concentrés sur des émissions liquides importantes et qui deviennent des emprunts phares. Les contrepartistes couvraient leurs frais et gagnaient de l'argent



sur le marché secondaire grâce à la différence entre les prix acheteurs et vendeurs.

Les États ont ouvert la voie aux autres émetteurs, c'est-à-dire surtout aux sociétés du secteur financier et aux agences. Avec l'expansion économique, le montant des concours à l'économie a crû, de telle sorte que sont apparues des banques ayant de gros besoins de financement, tant publiques que privées. Les exemples les plus connus aux États-Unis sont Freddie Mac et Fannie Mae, qui sont des banques auxquelles le Congrès a donné mandat de financer les sociétés de crédit immobilier en levant des fonds sur les marchés obligataires. En 2005, leur encours de dette total était de 1 500 Md\$ et l'on estime que les commissions qu'elles paient annuellement aux contrepartistes souscrivant et garantissant leurs nouvelles émissions avoisinent les 100 M\$ au total.

En Europe, des institutions telles que la BEI et la KfW allemande ont mis sur pied des programmes similaires d'émission d'obligations fongibles alors que le marché des obligations sécurisées est largement supérieur à 1 000 Md€.

Pour les émetteurs, la taille de ces marchés de dette était une puissante incitation à rendre plus efficiente la négociation de leurs propres obligations ; ils ont suivi la même voie que les émetteurs souverains. Les besoins de financement ont été consolidés par plusieurs émissions fongibles et l'appartenance aux syndicats de placement était assortie de l'obligation d'assurer la liquidité du marché secondaire. On remarque notamment que la taille des syndicats a augmenté. Il y a seulement cinq ans, de grosses émissions de Pfandbriefe ont été gérées par seulement deux ou trois chefs de file et co-chefs de file. La situation a rapidement évolué de telle sorte qu'aujourd'hui les émissions obligataires de plus de 1,5 Md€ sont gérées par 8 à 12 co-chefs de file.

Il est raisonnable de conclure que, tant que les besoins de financement étaient limités, l'attitude la plus judicieuse pour les emprunteurs consistait à effectuer des émissions irrégulièrement et de façon opportuniste mais, à mesure que les besoins de financement continuaient à augmenter, la situation a changé. Comme le marché des actions s'en était rendu compte longtemps auparavant, celui des obligations a découvert que les avantages à long terme d'arrangements plus réguliers et lourds l'emportent sur les coûts engendrés à court terme.

L'une des grandes tendances apparues au fil de nombreuses années est la volonté des contrepartistes de fournir de la liquidité dans le cadre de leur relation à long terme avec les émetteurs de référence. Malheureusement, l'impact de cet engagement a été restreint sur le marché de gré à gré par la possibilité pour les contrepartistes d'afficher les cours des obligations. La surabondance de l'offre d'obligations défiait la capacité des contrepartistes, même les plus résolus, d'assurer une liqui-



dité constante. Par exemple, une recherche rapide sur un établissement financier de référence tel Citigroup montre qu'il traite plus de 1 500 émissions de titres obligataires (alors qu'il traite une seule action par société). Même un émetteur souverain émettant régulièrement des obligations de référence tel que la France gère près de 80 émissions de bons et obligations.

Cette multiplicité se complique encore du fait que les instruments à taux fixe sont négociés de façon épisodique et par lots de taille variable. Aucun contrepartiste ne pourrait proposer des prix en continu pour des quantités de titres aussi considérables et une gamme d'instruments aussi vaste. Compte tenu de cette dynamique et des limites de la technologie, le marché a retenu un modèle économique dans lequel les clients adressent des demandes de cotation par téléphone aux contrepartistes et, entre contrepartistes, ces demandes sont transmises par des courtiers qui jouent un rôle d'intermédiaire.

Il est cependant juste d'affirmer que, vers le milieu ou la fin des années 1990, une bonne partie des émissions souveraines et des émissions de haute qualité du secteur privé était mûre pour le changement dans la zone euro. L'amélioration de la liquidité et de la transparence érodait les marges alors que les coûts demeuraient élevés. Il ne manquait plus qu'un catalyseur pour que le changement s'opère.

C'est l'informatique qui a joué ce rôle de catalyseur. À partir des années 1980, l'augmentation de la capacité de traitement des ordinateurs s'est accélérée tandis qu'arrivaient les réseaux de télécommunication numériques. Du point de vue économique, la taille critique a été atteinte dès les années 1990. Dans le monde financier, la connectivité était suffisamment abordable pour que de vastes réseaux voient le jour et la capacité de traitement informatique permettait de créer un carnet d'ordres centralisé relié à des milliers de participants et traitant des millions de cotations et de transactions.

Le changement de nature des Bourses a trouvé son illustration la plus éloquente dans la concurrence acharnée à laquelle se livraient le London International Financial Futures Exchange (LIFFE) et la Deutsche Termin Borse (DTB, aujourd'hui devenue Eurex) pour dominer le contrat de *futures* sur les Bund émis par le gouvernement allemand. Le LIFFE, étant le premier à avoir pris pied sur ce marché, a pu assurer une liquidité importante pour ce contrat sur sa plate-forme de cotation à la criée. Le DTB/Eurex, créé après le LIFFE mais misant sur une plate-forme électronique, ne pouvait rivaliser avec le LIFFE sur le plan de la liquidité tant qu'il n'avait pas séduit un nombre d'abonnés suffisant pour participer à son réseau. Lorsque ce fut fait, la liquidité s'est déplacée en l'espace de deux ou trois échéances de contrat.

Les avantages d'une plate-forme électronique étaient manifestes, les

courtiers et les contrepartistes étant en mesure d'intégrer leur activité de négociation de contrats à terme standardisés (*futures*) dans leurs systèmes de négociation internes, avec à la clef des économies sur les coûts. La contrainte de l'espace physique sur le parquet de négociation ne faisait plus obstacle à un accès direct au contrat de *futures*, moyennant quoi l'activité de négociation s'est développée. Le nombre moyen de contrats échangés quotidiennement dépassa le million alors qu'il était auparavant de l'ordre de quelques centaines de milliers.

Pour spectaculaire qu'il soit, ce précédent n'est qu'un exemple de migration de l'activité d'une Bourse vers une autre. Si l'on excepte les plates-formes de négociation qu'ils employaient alors, le LIFFE et le DTB/Eurex étaient très proches par leur conception, puisqu'ils avaient en commun les caractéristiques d'une Bourse (compensation centralisée, carnet d'ordres unique, diffusion des cours et surveillance réglementaire).

L'impact de l'informatique sur l'organisation du marché des obligations au comptant a moins attiré l'attention alors qu'il est plus profond. La technologie moderne a permis de surmonter, directement ou indirectement, de nombreux obstacles mentionnés plus haut, qui vont de pair avec une organisation du marché obligataire sur le modèle des Bourses.

L'histoire de MTS est particulièrement instructive de ce point de vue. MTS était le premier marché d'obligations d'État fonctionnant sur une plate-forme électronique. Ce marché, fondé en 1988 et doté du statut de marché réglementé, fut créé par le Trésor italien en vue de rendre le marché des emprunts d'État italiens plus efficient. Bien qu'il soit conçu pour les contrepartistes, la diffusion des données rendait l'ensemble du marché plus transparent. Le traitement intégré se traduisait par des économies de coûts substantielles pour les contrepartistes et MTS était le premier marché à offrir l'affichage des cours en continu et celui du nombre de titres disponibles sur le marché.

En dernière analyse, les contrepartistes étaient disposés à adopter un système de négociation tel que MTS pour les BTP parce qu'il leur permettait d'honorer leurs engagements existants envers les émetteurs pour un coût et avec des risques réduits. Ce sont là les avantages les plus évidents de la négociation électronique des obligations. Surtout, elle a mis en branle un processus plus vaste qu'une réduction des coûts ponctuelle sur un seul marché obligataire.

La pratique ancienne consistant à demander par téléphone des cotations sur les obligations butait sur la limite du nombre d'opérateurs de marché employés par les contrepartistes. Au contraire, lorsque les banques ont acquis la capacité de fixer les prix des obligations puis de les afficher électroniquement, la capacité d'un même opérateur de marché



de fournir de la liquidité pour une gamme d'émissions élargie s'est trouvée considérablement accrue au prix d'un investissement marginal assez faible. Les plates-formes électroniques permettaient aux contrepartistes d'augmenter leur productivité. De ce point de vue, les obligations se sont révélées mieux adaptées que les actions à l'organisation d'une Bourse : le métier d'un fournisseur de liquidité est grandement facilité si les titres à coter sont fortement corrélés.

Un autre avantage inattendu concerne le fait que les contrepartistes proposent des prix pour de petites quantités de titres sur un marché exécutant des transactions peu fréquentes mais portant sur un grand nombre de titres. L'agrégation en temps réel des cours dans un carnet d'ordres centralisé permet au marché d'exécuter des ordres portant sur de gros volumes sans que cela exige un effort supplémentaire des contrepartistes.

Ce fait mérite un examen plus approfondi. Aucun contrepartiste n'acceptera d'être le seul, ou d'être l'un des rares à afficher des prix compétitifs sur un système électronique de peur d'être pris pour cible par des intervenants qui l'obligeront à constituer une position importante qu'il ne souhaitait pas. Il est impératif que chaque émission soit couverte par un nombre minimum de contrepartistes pour que l'un d'entre eux se hasarde à faire une offre. Heureusement, le développement des groupes de spécialistes en obligations d'État (*primary dealers*) et l'augmentation de taille des syndicats de placement constatés les années précédentes avaient donné l'impulsion nécessaire au marché. MTS a découvert de façon empirique qu'il faut au moins 6 ou 7 contrepartistes pour qu'une obligation de référence soit cotée avec succès entre contrepartistes, encore que les engagements existants font que certaines émissions sont cotées par plus de 20 contrepartistes fournissant de la liquidité. La profondeur du marché qui en résulte facilite l'exécution des ordres portant sur un grand nombre de titres et débouche sur une augmentation du volume des transactions à mesure que les contrepartistes gèrent activement leurs positions.

Ces chiffres engendrent un troisième avantage inattendu. Lorsqu'EuroCredit MTS a été créé pour la négociation d'obligations sécurisées en mai 2000, les contrepartistes s'étaient déjà engagés vis-à-vis des émetteurs à coter les obligations en respectant un *spread* maximum lorsqu'ils effectuaient des transactions avec d'autres contrepartistes sur le marché en face à face. Le plus souvent, une obligation à dix ans était cotée avec un écart entre cours acheteur et vendeur de 10 cents pour un montant de 10 M€. Suivant les conseils des principaux contrepartistes intervenant sur les obligations sécurisées, EuroCredit MTS a pratiqué des écarts plus élevés à sa création (par exemple, 12 cents pour les obligations à dix ans et pour un montant de 10 M€), mais avec au



moins 7 teneurs de marché par obligation. Si le nombre de contrepartistes s'engageant spontanément à traiter une obligation était inférieur à ce seuil, celle-ci n'était pas cotée (curieusement, il s'est avéré que, en moyenne, 12 contrepartistes s'engageaient à traiter une obligation donnée). Il en est résulté des chevauchements de cotations dans le carnet d'ordres centralisé : les contrepartistes proposaient des prix moins attractifs, mais ils avaient accès à un carnet d'ordres bien alimenté sur lequel les écarts entre cours acheteurs et vendeurs étaient plus serrés que lorsque le marché reposait sur des appels téléphoniques. Un tel scénario de meilleurs résultats à moindre coût constitue une excellente illustration des gains en efficacité.

L'ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE

Les technologies de l'information ont permis aux acteurs du marché obligataire d'abaisser leurs coûts et d'améliorer leur rentabilité en modifiant l'organisation du marché. Cependant, les meilleures pratiques compatibles avec l'organisation d'un marché sont généralement incorporées dans le cadre réglementaire en vigueur. L'évolution de l'environnement réglementaire fournit un aperçu de la situation actuelle des marchés financiers et indique l'orientation qu'ils prendront probablement à l'avenir.

Actuellement, le grand thème du débat sur la réglementation est la transparence avant et après exécution des ordres sur le marché secondaire. La Directive sur les marchés d'instruments financiers (Markets in Financial Instruments Directive - MiFID) édictée par le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne impose plusieurs règles et les États membres de l'UE sont tenus de l'appliquer avec effet au 1^{er} avril 2007. Quoiqu'elle ne concerne que les actions, la MiFID fait également obligation à la Commission européenne de rendre compte d'ici à avril 2007 « ... d'une éventuelle extension du champ d'application des dispositions qui, dans la Directive, concernent les obligations de transparence avant et après exécution des ordres aux transactions portant sur des classes d'instruments financiers autres que les actions », ce qui inclut les obligations.

La MiFID a pour but de favoriser la concurrence entre les intervenants du marché en autorisant, en pratique, les transactions sur actions hors plate-forme (soit sur une Bourse, soit par une Multi-Lateral Trading Facility, MTF), mais sans nuire à la transparence actuelle du marché. À cette fin, la MiFID impose des critères de transparence minimum qui, dans de nombreux cas, se bornent à codifier les pratiques déjà mises en œuvre dans toute l'UE sur les marchés d'actions réglementés et les MTF, mais elle étend ces critères aux transactions hors plate-forme.



Ses dispositions incluent l'obligation pour tout participant exploitant un système de rapprochement des ordres de publier son carnet d'ordres interne et, de manière plus controversée, elles imposent une obligation de cotation aux *Systematic Internalisers* (sociétés effectuant systématiquement des opérations en interne : ce terme désigne une « société d'investissement qui, dans le cadre d'un processus organisé, fréquent et systématique, effectue en interne des transactions sur des actions liquides pour son propre compte en exécutant les ordres de ses clients hors d'un marché réglementé... »).

La MiFID exige en outre la publication de toutes les caractéristiques des transactions exécutées hors d'une Bourse ou d'une MTF dans un délai aussi court que possible de telle sorte qu'elle soit effectuée presque en temps réel.

Le débat sur l'extension de ces règles au marché obligataire a commencé et les autorités réglementaires nationales ont émis des documents exploratoires en invitant les intervenants du marché à exprimer leur point de vue. Il serait prématuré de tirer des conclusions définitives sur les conséquences qui en découlent pour le marché obligataire, mais plusieurs possibilités se présentent.

Premièrement, il est clair que, si l'obligation de consolidation des statistiques pre- et post-*trade* de toutes les sources voit effectivement le jour, il est nécessaire que l'agrégation des données soit confiée à un seul intervenant. Ce dernier devrait être indépendant de toutes les activités de négociation et mettre les données à la disposition de tous les acteurs du marché et vendeurs de données selon des modalités identiques.

En outre, les répercussions de la MiFID sur l'organisation actuelle du marché obligataire seraient peut-être plus faibles pour le marché des « inter-contrepartistes » (*inter-dealers*) de haute qualité et plus grandes pour celui des contrepartistes moins bien notés comme pour celui des opérations entre clients et contrepartistes. Le marché interbancaire des titres souverains et quasi-souverains est occupé par une multitude d'établissements financiers rivaux et de taille similaire qui ont conclu des engagements de liquidité similaires envers de grands émetteurs. Ces engagements interdisent à un contrepartiste de devenir client d'un autre contrepartiste sans renoncer à sa relation avec l'émetteur, de sorte que, sans cette mesure, l'internalisation ne peut avoir lieu entre contrepartistes. La concurrence poussant les contrepartistes à continuer à agir pour leur propre compte sur un marché ouvert n'est pas près de s'atténuer et, comme on l'a vu plus haut, le marché a en grande partie accompli sa migration vers des plates-formes, comme MTS, qui satisfont déjà largement aux exigences de la MiFID.

Le nombre de contrepartistes traitant une euro-obligation ou une obligation émise par une société est assez limité et, en général, les



émissions sont plus nombreuses mais leur taille est plus faible. Même les gros emprunts des sociétés peuvent être placés par un ou deux *underwriters*, ce qui signifie que les contrepartistes ont la possibilité d'effectuer systématiquement en interne les ordres sur les titres dont ils assurent l'*underwriting*. La déclaration des cotations sur les obligations obligera certainement les intervenants du marché à porter un regard critique sur les conditions commerciales des transactions lorsque l'agrégation arrivera pour la première fois sur le marché, de telle sorte que les écarts entre les cours acheteurs et vendeurs pourraient subir une pression à la baisse en raison de la concurrence des courtiers et des plates-formes sur lesquelles interviennent plusieurs contrepartistes. La liquidité limitée du marché des mises en pension pourrait rendre problématiques les obligations de fournir des cotations externes et de divulguer les prix pour les obligations volatiles.

Inversement, l'application de la MiFID au *buy-side* du marché des titres souverains et quasi-souverains pour les relations entre clients et contrepartistes pourrait avoir pour effet d'imposer un écart minimum entre les cours acheteurs et vendeurs qui sont proposés pour les opérations des clients. La diffusion des données à partir d'une plate-forme centralisée telle que MTS est entrée dans les mœurs et les clients *buy-side* connaissent les prix du marché. L'obligation de déclaration, et même celle de cotation externe, peut restreindre la capacité d'un contrepartiste de proposer des prix plus attractifs à certains clients, ce qui est aussi de nature à favoriser les plates-formes réunissant plusieurs contrepartistes.

FONDS INDICIELS COTÉS (« EXCHANGE TRADED FUNDS »)

L'exposé ci-dessus passe en revue l'évolution du marché obligataire et la tendance qui, sur longue période, le pousse à s'organiser comme une Bourse. Cette tendance a aussi rendu possible une approche radicalement nouvelle de la négociation des titres obligataires sur une Bourse.

Les Bourses d'actions jouissent depuis longtemps d'un statut privilégié en tant que source indépendante de cours pour les titres qui y sont cotés, de telle sorte qu'elles étaient bien placées pour créer en toute indépendance des indices standardisés de mesure des performances du marché. En raison des cotations fournies par de nombreux contrepartistes et de l'emploi de cotations réelles ou en temps réel, la qualité de ces indices était incontestable.

Les fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds* - ETF), inventés pour suivre passivement les indices, sont probablement l'une des innovations les plus marquantes des dix dernières années dans le domaine



des produits financiers. Les indices fournissent à ces fonds les règles objectives dont ils ont besoin pour bâtir leur portefeuille tout en indiquant la performance du marché qu'ils doivent reproduire.

Les ETF couvrent aujourd'hui une large gamme d'actifs : actions, pétrole, or et maintenant obligations. Ils ont tous la même finalité : permettre aux investisseurs institutionnels et aux particuliers d'accéder à des marchés généralement étroits en achetant des actions cotées en Bourse. De ce fait, ils concourent à l'intégration des marchés des institutionnels et des particuliers et, au surplus, ils sont un moyen fort peu coûteux d'acheminer des capitaux dans différentes classes d'actifs en passant par la Bourse. En général, le coût d'un ETF obligataire s'établit à 1/6 du coût d'un OPCVM obligataire.

En ce qui concerne les marchés obligataires, la principale qualité des ETF tient à leur taille et leur diversité. En général, un indice obligataire est composé de plusieurs douzaines, voire centaines d'obligations, dont chacune est négociée dans des volumes importants. Seuls les plus grands investisseurs institutionnels pouvaient se permettre de construire un portefeuille représentatif. L'avènement des ETF permet même à un petit épargnant « d'acheter le marché » en acquérant une seule action sur un marché réglementé. Les ETF sont le meilleur exemple qu'on puisse imaginer de produits obligataires apparaissant sur une Bourse.

Il est universellement reconnu que les concepteurs d'indice jouissent d'une certaine indépendance, ce qui a abouti à l'apparition de concepteurs d'indices tels qu'iBoxx, qui affiche les prix de contrepartistes distincts. Mais c'est la montée en puissance des plates-formes obligataires centralisées affichant en temps réel les cotations et les informations relatives aux transactions qui permet au marché des titres obligataires de se rapprocher du niveau d'indépendance et de traçabilité des indices actions et explique le succès des fonds reproduisant un indice d'actions.

