

Le marché obligataire secondaire

16 décembre 2009

Le marché obligataire secondaire

Introduction/ Méthodologie

Lors de sa séance du 14 mai le Collège de l'AMF a chargé Messieurs Hoenn et Pinatton de faire un rapport sur les modalités de fonctionnement du marché secondaire obligataire notamment suite au choc qu'a connu le marché du crédit en 2008 et d'examiner les pistes pour favoriser une meilleure liquidité à la fois en termes de structure de marché et d'information donnée aux participants. Dans le cadre de la rédaction de ce rapport, la mission a auditionné différents acteurs, émetteurs, investisseurs, courtiers et banquiers, de ce marché, directement ou au travers d'associations professionnelles.

Le rapport se compose de trois parties. La première décrit les principaux acteurs. La deuxième a pour objet d'examiner le fonctionnement du marché secondaire avant le choc de 2008, pendant l'année 2008 et depuis le début de l'année 2009, et de voir comment le rôle de chacun des acteurs a pu évoluer pendant ces trois périodes. Enfin, la troisième partie s'attache à dégager, sur la base de ces expériences récentes, les pistes à envisager afin d'améliorer la liquidité et le fonctionnement de ce marché à la fois dans un cadre normal de fonctionnement mais aussi si une nouvelle crise survenait.

Le rapport se concentre essentiellement sur le marché des émissions obligataires réalisées par les entreprises privées qui ne bénéficient pas naturellement d'un apporteur de liquidité. Le fonctionnement particulier du marché secondaire des emprunts d'Etat (existence de SVT), les émissions réalisées par les établissements de crédit qui font généralement l'objet d'une tenue de marché par les banques émettrices elles-mêmes et le marché des obligations foncières (*covered bonds*) ont été évoqués, mais ne sont pas l'objet du rapport.

SOMMAIRE

1. La structure du marché obligataire	4
1.1 Caractérisation du marché de la dette	4
1.1.1 L'absence de fongibilité des titres obligataires	4
1.1.2 Un marché structurellement peu actif	4
1.2 Les intervenants	5
1.2.1 Les émetteurs	5
1.2.2 Les investisseurs	5
1.2.3 Les teneurs de marché	5
1.2.4 Les intermédiaires	6
1.2.5 Les plates-formes électroniques de négociation	6
1.2.6 Le contrôle du marché secondaire obligataire par l'AMF	7
2. Le comportement du marché secondaire obligataire sur les trois dernières années et notamment pendant la crise de 2008	7
2.1 Le marché secondaire obligataire avant la crise des <i>subprime</i>	8
2.2 Le marché secondaire obligataire pendant la crise	8
2.3 Le marché des obligations « <i>corporate</i> » depuis le début 2009	9
3. Les pistes pour améliorer le fonctionnement du marché obligataire	11
3.1 L'information du marché	11
3.1.1 Le dispositif national	11
3.1.1.1 L'information prévue par les marchés réglementés et les SMN	12
3.1.1.1.1 Les marchés réglementés	12
3.1.1.1.2 Les SMN et le marché OTC	12
3.1.1.2 Les obligations de déclarations des transactions des PSI auprès de l'AMF	12
3.1.2 Au niveau européen	13
3.1.2.1 Les possibilités offertes par la directive 2004/39/CE (MIF)	13
3.1.2.2 Les réflexions actuelles du CESR	13
3.1.3 Les avantages et inconvénients d'une transparence <i>post-trade</i>	13
3.1.3.1 Les avantages	13
3.1.3.2 Les inconvénients	14
3.1.3.3 Propositions	14
3.1.3.4 Conditions de mise en œuvre de ces propositions	16
3.2 La structure du marché	17
3.2.1 Un engagement des banquiers chefs de file	17
3.2.2 La centralisation des ordres	18
3.2.3 Un refinancement auprès de la BCE dans des circonstances exceptionnelles	18
Conclusion	19

1. La structure du marché obligataire

1.1 Caractérisation du marché de la dette

Le marché de la dette est généralement caractérisé par une absence de fongibilité des titres obligataires émis par un même émetteur¹. De leur côté, en ce qui concerne les émissions *corporate*, la plupart des investisseurs ont tendance à souscrire à une émission et la garder en portefeuille jusqu'à son échéance². La conjonction de ces deux éléments concourt structurellement à un marché secondaire peu actif.

1.1.1 L'absence de fongibilité des titres obligataires

Contrairement au marché des actions, les émissions obligataires ne sont généralement pas fongibles entre elles ce qui, pour une émission donnée, ne permet pas d'augmenter son encours et donc sa liquidité potentielle. En effet la plupart des émissions ont leurs propres caractéristiques qui sont fonction des conditions de marché au moment de leur lancement. Quelques émetteurs procèdent à des « assimilations » à une ligne existante de façon à augmenter l'encours de celle-ci : un émetteur va par exemple émettre des titres ayant exactement les mêmes caractéristiques, taux nominal et maturité, qu'une émission précédente et va ajuster le prix d'émission pour tenir compte des conditions de marché au moment de l'émission. Cela suppose néanmoins que la société émette de façon récurrente et soit capable de concentrer ses remboursements sur une même date, ce que la plupart des sociétés souhaitent éviter, recherchant même la situation inverse.

En termes de statistiques, on recense environ 148.859 lignes de dettes³ cotées sur un marché réglementé en Europe⁴. A titre d'exemple, un émetteur peut avoir émis plus de cinquante obligations aux caractéristiques différentes.

Enfin, même si une société émet des obligations avec des caractéristiques similaires, permettant ainsi, non pas une fongibilité, mais une comparabilité, les contrats d'émission peuvent, dans certains cas, différer créant ainsi un biais à cette comparaison. Par exemple une société a émis en 2009 à quelques mois d'intervalle une obligation avec une clause de *step up*⁵ et une autre sans clause de *step up*. Le comportement du prix du titre va différer notamment à l'approche de l'événement déclenchant de cette clause, alors même que ces deux émissions ont été réalisées presque concomitamment.

1.1.2 Un marché structurellement peu actif

Les investisseurs se composent de deux catégories :

- Les investisseurs qui souscrivent à une obligation avec pour objectif de la conserver jusqu'à sa maturité (*buy and hold*) : il s'agit en majorité de fonds de pension, fonds souverains, certains OPCVM et des particuliers ;
- Les investisseurs qui privilégient une gestion active, qui vont plutôt investir sur des titres supposés liquides.

Ainsi, le marché secondaire d'une ligne obligataire est généralement peu actif sauf dans une certaine mesure, sur les six premiers mois suivant l'émission des titres, période de reclassement, et les douze derniers mois de sa vie, quand il prend la qualification « court terme ».

¹ On peut distinguer deux types d'émission : l'émetteur a besoin de refinancer une activité précise, dans ce cas, la maturité de la dette est intrinsèquement liée au projet, ou l'émetteur refinance sa trésorerie, et dans ce cas, il va porter plus d'attention à l'échéance.

² En effet, sauf à prendre des positions sur le risque de crédit attaché à un titre, ce qui peut se passer dans des circonstances exceptionnelles comme en 2008, un investisseur voulant prendre des positions sur les taux aura plus tendance à utiliser les emprunts d'Etats, par définition réputés plus liquides et relativement peu sensibles au risque crédit.

³ Tous émetteurs confondus (les statistiques ne font pas la différence entre obligations et TCN/ECP) au 22/10/09

⁴ Au 26/10/2009, 2049 titres de créances sont cotés à Paris dont 1045 obligations pour 247 émetteurs. Cela étant, ces chiffres n'ont pas forcément beaucoup de signification, peu d'émetteurs *corporate* français, étant par exemple admis à la négociation sur Euronext.

⁵ Par exemple si l'emprunt vient à être dégradé en deçà d'une notation définie au préalable, la rémunération augmente.

Par ailleurs plus la durée de vie des titres est courte, moins le marché du titre sera actif. Enfin, le nombre d'investisseurs est aussi important dans l'appréciation de la liquidité du titre. Même dans le cas où le volume de l'émission est significatif, si le nombre d'investisseurs est limité, le titre a peu de chances d'avoir un marché secondaire actif⁶. La nature du placement primaire joue donc un rôle essentiel dans la liquidité de l'émission.

1.2 Les intervenants

Outre les émetteurs et les investisseurs, trois « acteurs » participent au fonctionnement du marché secondaire : les teneurs de marché, les intermédiaires et les plates-formes électroniques de négociations.

1.2.1 Les émetteurs

Les personnes interrogées par la mission soulignent que, de façon générale, les émetteurs sont faiblement intéressés par le marché secondaire de leurs titres, à l'exception de quelques émetteurs très importants pour qui le comportement de leurs titres peut avoir un impact sur leurs futures émissions⁷, les autres ne font pas automatiquement de lien entre la tenue des anciennes émissions et le marché primaire.

1.2.2 Les investisseurs

Les investisseurs se répartissent schématiquement en quatre catégories : les *hedge funds*, les OPCVM, les assurances et caisses de retraites et les particuliers (directement ou à travers la gestion privée). Si les trois derniers ont plutôt une optique d'investissement à long terme, les *hedge funds* peuvent avoir une approche plus orientée sur le court terme⁸. Les OPCVM sont potentiellement soumis à des contraintes de rachats et de valorisation journalière. La liquidité du titre, pour faire face à d'éventuels rachats, et l'information sur son prix, pour avoir une aide à la valorisation, sont donc particulièrement importantes. Les assureurs et caisses de retraites ne sont pas soumis aux mêmes contraintes ou en tout cas pas du même ordre par contre ils ont généralement plus de difficulté à accéder à l'information existante. Enfin les particuliers directement ou par le biais de la gestion privée (début 2009 de nombreux fonds fermés dédiés à la gestion privée se sont créés avec pour objet de profiter des rémunérations très attractives proposées par certains émetteurs) investissent plutôt dans une optique de fond de portefeuille. Chaque investisseur recherche donc un degré de liquidité différent, le problème vient du fait qu'il est difficile, *a priori* (c'est-à-dire au moment de l'émission) de connaître quelle va être la liquidité réelle du titre.

1.2.3 Les teneurs de marché

Les teneurs de marché (ou *market makers*) sont généralement des banques qui publient (soit sur une page qui leur est dédiée, soit à travers une plateforme) des prix (*bid/ask*) sur un certain nombre de lignes obligataires. Ils interviennent la plupart du temps sur des lignes ayant un encours raisonnablement important et sur des noms bénéficiant d'une bonne signature (et qui peuvent intéresser un plus grand nombre d'investisseurs), ces deux points constituant une présomption de liquidité plus importante. Normalement ces prix sont fermes pour des montants précisés à l'avance sur la page (en pratique si le client veut traiter un montant atypique ou un nom peu connu, le teneur de marché lui fait un prix spécifique). Les clients des teneurs de marché sont les commerciaux de sa salle des marchés par qui passent les investisseurs. Les teneurs de marché par définition engagent les fonds propres de la banque. Cette activité est donc d'autant plus consommatrice de capitaux réglementaires que la signature de l'émetteur est faible. A cet égard, il est important de souligner que la réforme actuelle de Bâle II devrait, dans la plupart des cas, renchérir substantiellement pour les banques teneurs de marché, la détention d'obligations, ce qui pourrait avoir pour conséquence de freiner l'activité des banques dans ce domaine, au moins sur les valeurs ayant une notation faible, voire moyenne.

⁶ La liquidité d'un titre se mesure non seulement vis-à-vis de l'encours des titres et des volumes traités, mais aussi à la fourchette *bid/ask* et au fait qu'une transaction ne fait pas varier le prix du titre.

⁷ Généralement les émetteurs bancaires ou les émetteurs d'obligations foncières.

⁸ Certains fonds ont des comportements plus proches d'une table de *trading* que d'un investisseurs OPCVM.

1.2.4 Les intermédiaires

Les intermédiaires (ou courtiers) ont pour fonction de mettre en relation deux entités qui ont des intérêts opposés. Ils travaillent aussi bien avec les banques qu'avec les investisseurs finaux ; il est à noter que le marché londonien est un marché purement interbancaire (le client final devant s'adresser à sa banque). Ils disposent aussi d'un service d'analyse financière crédit qui leur permet de conseiller leur client sur une opération spécifique. Les intermédiaires achètent les titres et les revendent immédiatement, contrairement au teneur de marché qui est susceptible de garder les titres dans son *book*. Ils ne prennent aucun risque de crédit sauf celui lié au règlement/livraison du titre. Ils se rémunèrent généralement avec la marge qu'ils réalisent entre l'achat et la vente. Cette approche est donc différente de l'approche traditionnelle de courtage qui a disparu, vu la forte réticence des clients à payer un courtage. En effet, avec l'émergence des teneurs de marché traitant en net, le client ne veut plus traiter qu'en net. Le client qui vend son titre ne connaît donc pas le prix de revente du titre par le courtier et par conséquent sa marge. Cet élément est important pour comprendre les enjeux liés à une plus grande transparence des prix traités. Le nombre d'intermédiaires a augmenté sensiblement suite à la crise, même s'il reste dominé par quels courtiers importants. Les intermédiaires traitent tous les types d'ordres, y compris ceux des gestions privées qui peuvent dans certains cas ne pas dépasser les 100.000 euros. Dans ce cas, les courtiers essayent de regrouper les ordres.

1.2.5 Les plates-formes électroniques de négociation

Les plates-formes de négociation sont relativement peu développées en ce qui concerne le marché du crédit, de plus elles sont fragmentées. D'après Xtracker, le montant des titres traités sur ces plates-formes représentent environ 10% du marché (une tendance en légère hausse) obligataire en Europe (hors emprunts d'Etats). Cela signifie qu'environ 90% du marché secondaire obligataire est réalisé en OTC⁹. Il existe deux types de plateforme : celles dont l'accès est restreint aux établissements de crédits et celles qui donnent aussi accès aux investisseurs finaux. Les intermédiaires peuvent aussi avoir accès aux plates-formes. Il existe plusieurs façons de réaliser une transaction sur une plateforme (en fonction aussi de l'organisation de celle-ci) :

- les teneurs de marchés affichent des prix fermes pour des montants fixés sur un certain nombre de lignes prédéfinies. Si un autre membre de la plate-forme est intéressé il peut électroniquement réaliser l'opération. Dans les autres cas (montant différent par exemple), l'opération se réalise « à la voix » ;
- le client donneur d'ordre va demander à un certain nombre d'intervenants sur la plate-forme de lui faire un prix. Le niveau du prix proposé va être fonction de l'intérêt de la banque, mais aussi de son intérêt de traiter avec ce client.

A côté de ces plates-formes, des transactions électroniques sont aussi réalisées à travers l'accès aux pages des contributeurs ou aux plates-formes de certaines banques.

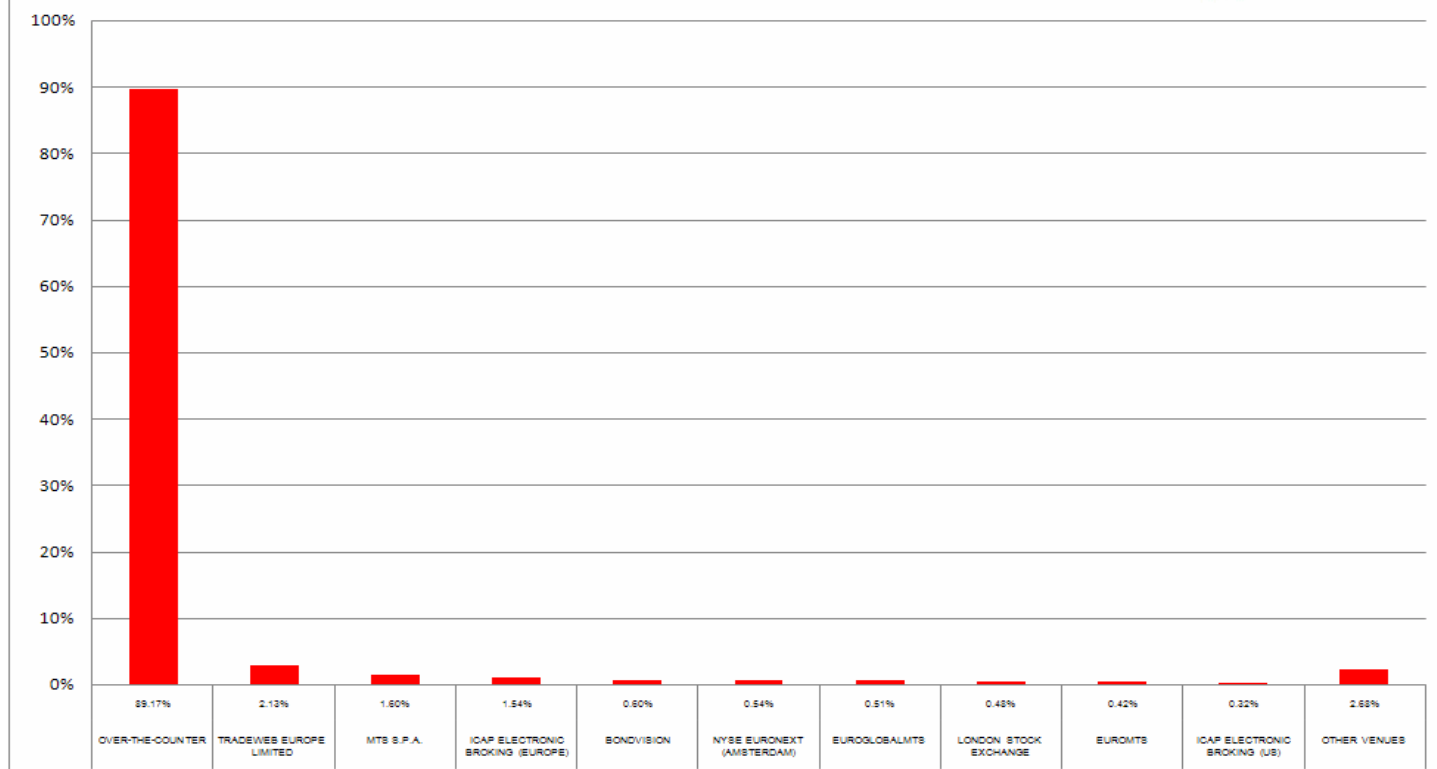
Généralement (à quelques exceptions près) les teneurs de marchés doivent « payer » un droit d'accès à la plate-forme. Ces plate-formes ne diffusent pas d'information post-marché ou uniquement à leurs adhérents ou passent des accords avec des diffuseurs..

Enfin, en parallèle de ces plates-formes, les banques ont depuis quelques années développé leurs propres plates-formes de négociation. Certaines ont centré ces plates-formes vers leur clientèle de particuliers ou assimilés.

⁹ Les plates-formes sont beaucoup plus actives sur le marché des emprunts d'Etats et assimilés.

Top 10 venues of execution for Fixed Income

(% based on transaction count processed by Xtrakter in 2008 inc. OTC)



1.2.6 Le contrôle du marché secondaire obligataire par l'AMF

Les dispositions relatives aux abus de marché, délits d'initié et manipulation de cours s'appliquent aux titres admis aux négociations sur un marché réglementé ainsi qu'aux dérivés ayant comme sous-jacent ces titres, même si la transaction est effectuée en OTC. Dans la pratique la réglementation relative aux abus de marché va s'appliquer à toutes les transactions réalisées sur un marché réglementé, une plateforme (généralement un SMN) ou en OTC, dès lors que le titre a été initialement admis sur un marché réglementé. En matière d'information sur les transactions, l'AMF reçoit des informations des PSI (système RDT) et les envoie aux autres régulateurs européens concernés par la transaction¹⁰ (système TREM). Ces informations ne sont pas publiques.

L'AMF contrôle aussi l'activité des PSI au titre de leurs obligations professionnelles. Certains de ces PSI qui ont une activité de courtiers interviennent sur le marché obligataire.

Enfin les principes relatifs à la « *best execution* » en Europe qui comprend non seulement le prix, mais aussi l'ensemble des coûts afférant à l'opération s'appliquent aux obligations.

2. Le comportement du marché secondaire obligataire sur les trois dernières années et notamment pendant la crise de 2008

Au cours des trois dernières années, le marché obligataire et en particulier le marché secondaire ont connu trois grandes phases :

- avant le début de la crise des *subprime* (été 2007) ;

¹⁰ Par exemple à la FSA si le titre est coté au LSE.

- pendant l'année 2008 (notamment à partir de l'été 2008), au moment où la crise des *subprime* est devenue une crise de liquidité et de crédit avec une quasi absence de marché primaire et secondaire obligataire ;
- depuis le début de l'année 2009 avec un retour progressif des différents acteurs sur ce marché.

2.1 Le marché secondaire obligataire avant la crise des *subprime*

Le marché obligataire avant l'été 2007 se caractérise par des *spreads* (écarts de taux qui représentent le risque attaché à l'entreprise) très faibles, en partie liés à une abondance de liquidité sur le marché. Cet écrasement des *spreads* est constaté sur tous les types d'émetteurs (y compris sur les titres subordonnés) ainsi que sur les ABS, les *spreads* étant plus liés à la notation qu'au produit¹¹. En ce qui concerne le marché secondaire, les teneurs de marché sont relativement nombreux à afficher des fourchettes de prix à l'achat et à la vente. Dans ce contexte, les courtiers ont un rôle limité¹². Même sans transparence de prix post marché, les acteurs du marché peuvent se faire une idée du prix des titres qu'ils détiennent et ont la possibilité de trouver un acheteur en cas de revente de ces titres dans de bonnes conditions.

2.2 Le marché secondaire obligataire pendant la crise

La crise des *subprime* a conjugué, au cours de l'année 2008, une crise de liquidité à une crise de crédit. Pendant cette période, très peu de sociétés ont pu procéder à de nouvelles émissions obligataires en particulier à partir de l'été 2008. Les *spreads* se sont considérablement élargis.

Le marché secondaire s'est caractérisé par les éléments suivants :

- au niveau de sa structure : de nombreux teneurs de marchés soit ont cessé leur activité à l'occasion de fusions bancaires, soit se sont retirés cette activité étant consommatrice de capitaux propres et pas forcément très rentable¹³. La plupart de ceux qui sont restés ont affiché des prix pour indication et avec des fourchettes de cotation élargies ;
- les investisseurs, suite à des rachats importants de la part de leurs clients¹⁴ ou des dégradations de notation des titres qu'ils détenaient ont été conduits à vendre une partie de leur actif dans le marché, sans savoir réellement à quel prix une valorisation pouvait être effectuée. Par ailleurs, le marché a perdu un certain nombre d'acteurs qui assuraient une part importante de la liquidité. Les banques s'étant retirées, les contreparties présentes étaient essentiellement quelques *hedge funds*, notamment des *distressed funds* qui ont été créés à cette occasion ou des fonds de pension, voire des gestions privées, n'ayant pas de contrainte de revente des titres avant leur échéance et de ce fait, ne se trouvant pas confrontés à des problèmes immédiats de valorisation ;
- le nombre de courtiers a augmenté sensiblement. En effet, les investisseurs, en l'absence de contreparties habituelles, ont fait appel à des courtiers pour trouver des acheteurs. Certaines banques ont redéployé leurs vendeurs¹⁵ ou des courtiers actions qui sont devenus aussi des courtiers en obligations.

¹¹ En effet, certains investisseurs avaient tendance à considérer la notation du titre (AAA, AA...) plus que sa nature (ABS, *covered bond* ou une émission « *corporate* »).

¹² On assiste à une réduction de coûts due à la concurrence entre les teneurs de marché et les plates-formes qui tirent les commissions vers le bas.

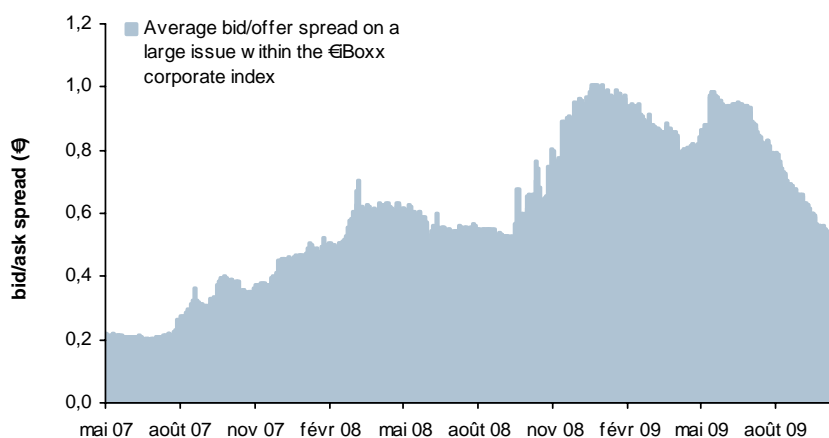
¹³ L'activité de teneur de marché n'était pas forcément en soi une source de revenus conséquents, mais permettait à la banque de disposer d'un stock de titres lui permettant de développer des activités dérivées connexes sur la base de ces titres, beaucoup plus rémunératrices.

¹⁴ Au niveau français, le rapport de l'AMF sur la gestion collective en 2008 indique que l'encours des OPCVM obligataires a diminué de 12% et celui des OPCVM diversifiés de 27%.

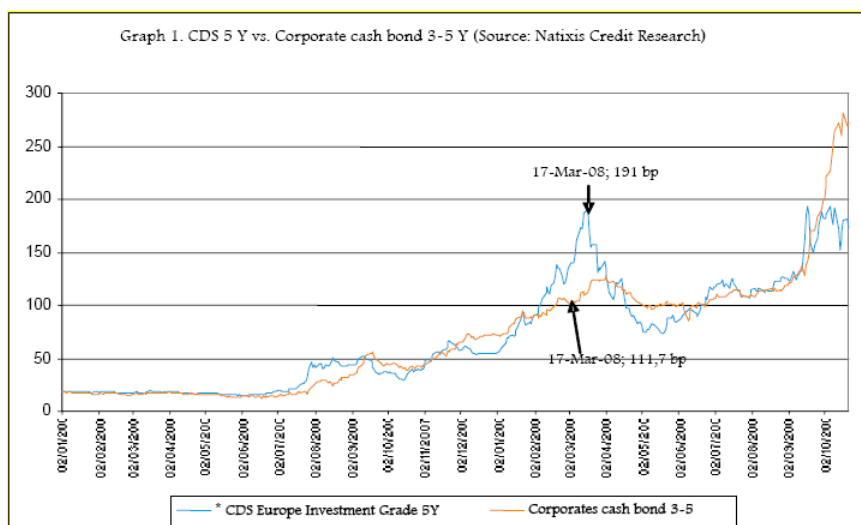
¹⁵ Les teneurs de marché ne proposant plus ou peu de prix pour le marché, les vendeurs ont dû rechercher une activité alternative.

Au niveau de l'information disponible, l'absence de teneurs de marchés (ou l'élargissement de leurs fourchettes) a rarifié l'information sur les prix. Ce manque d'information a été renforcé par une quasi absence du marché primaire qui, dans des conditions normales de marché donne une indication sur les niveaux de prix. Enfin, le marché des dérivés de crédit qui était jusque-là considéré comme un bon indicateur s'est déconnecté du marché cash.

En conséquence, les investisseurs sont passés d'une situation où ils avaient accès à une abondance de prix et une assez bonne information à une situation de quasi-absence de prix et de peu d'information alors même qu'ils devaient réaliser des ventes « forcées » d'actifs et procéder à la valorisation, pour certains, journalière, de leur fonds.



Source Barclays



Source AMF –Rapport CESR juin 2009

2.3 Le marché des obligations « corporate » depuis le début 2009

Le marché primaire obligataire a progressivement redémarré depuis le début de l'année pour trois raisons : le faible volume « contraint » des émissions en 2008 et donc un besoin latent de financement de la part des entreprises, la volonté de désintermédiation des banques (couplée à une volonté des émetteurs de diversifier leur source de financement) et enfin une participation plus importante des fonds « equity » attirés par les rendements importants. A la date du 8 septembre 2009, le volume des émissions corporate non financières libellées en euros atteint 229 Mds euros (contre 99 Mds euros sur la même période en 2008). Le montant de ces émissions dépasse le montant annuel des émissions corporate depuis 2001. De son côté, le volume des émissions de high

yield depuis le début de l'année est d'environ 10 Mds euros contre zéro en 2008 (et 25Mds en 2007 alors qu'il n'y avait eu aucune émission sur les quatre derniers mois). Enfin les *spreads* sont partis d'un niveau très élevé au début 2009 et ont rapidement et progressivement décliné en cours d'année, sans atteindre néanmoins le niveau de 2007.

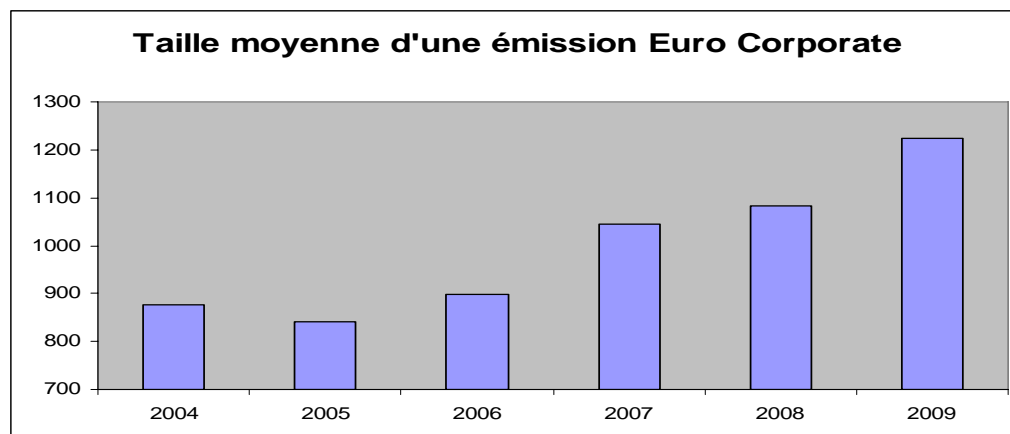
Spreads par secteur

	2 juillet 2007	15 septembre 2008	2 janvier 2009	30 septembre 2009	Variation depuis janv.09	Variation depuis Lehman	Variation depuis juil. 07
<i>iBoxx Corp</i>	64	254	467	191	-59%	-25%	199%
Automobile	46	196	481	152	-68%	-23%	230%
<i>Utilities</i>	55	121	251	113	-55%	-7%	106%
TMT	79	192	354	140	-60%	-27%	78%
Industriels	69	186	398	177	-56%	-5%	156%
Biens de conso	60	193	378	144	-62%	-25%	141%
Banques senior	38	176	331	137	-59%	-22%	261%
LT2	52	306	522	315	-40%	3%	505%
Tier1	103	606	1 564	744	-52%	23%	622%
Assurance sub.	97	472	1 204	565	-53%	20%	482%

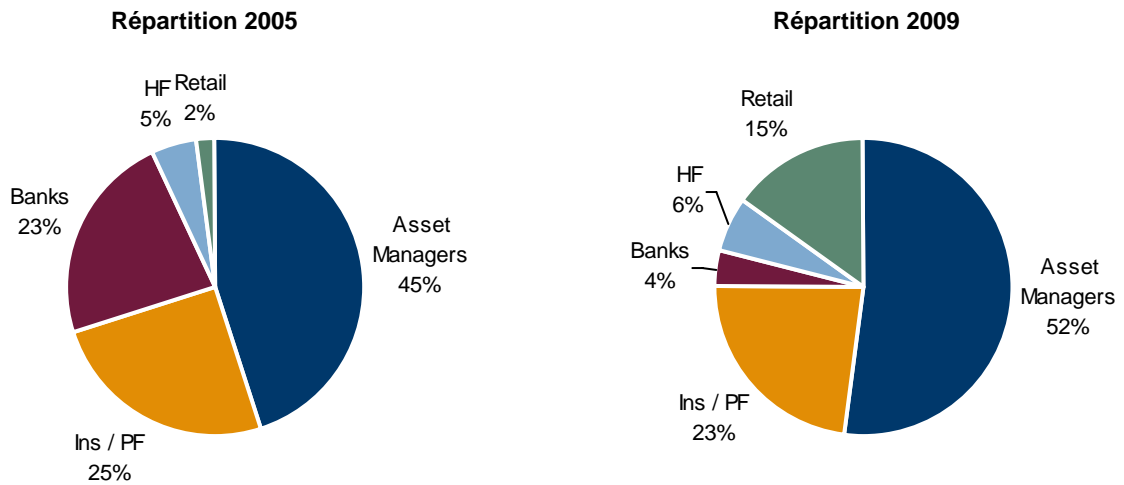
Source : *iBoxx*, SG Credit Research

Sur le marché secondaire on note :

- un resserrement des fourchettes (*bid/ask*) au moins pour les *Investment grade* ;
- un retour important de certains teneurs de marché ;
- les particuliers, directement ou à travers la gestion privée, sont arrivés massivement en début d'année attirés par le niveau des rémunérations élevé proposé par certains émetteurs (par exemple Peugeot à 8.375%). Ils recherchent principalement le rendement. Ils conservent donc pour la plupart les titres jusqu'à leur maturité. Il est intéressant de constater que si avant la crise, les placements au Royaume-Uni représentaient la part la plus importante des syndications d'emprunts, depuis le début de l'année c'est l'Allemagne et la France qui prédominent¹⁶.
- De manière générale, sur la base de sources bancaires (source Barclays), en 2005 la part de détention des obligations *corporate* des « *asset managers* », des institutionnels, des banques et des « particuliers » étaient respectivement 45%, 25%, 23%, 2% des détenteurs d'obligations *corporate*. En 2009, cette répartition est de 52%, 23%, 4% et 15%. Certains économistes estiment donc que même si l'encours moyen des émissions a augmenté en 2009, la part des investisseurs finaux semble progresser plus rapidement, ce qui aurait pour conséquence de diminuer le flottant.



¹⁶ L'explication avancée par les professionnels est la chute de la demande des *hedge funds* et la montée de la demande des particuliers, notamment en Allemagne.



Source Barclays

3. Les pistes pour améliorer le fonctionnement du marché obligataire

Si les marchés semblent être redevenus plus stables à l'été 2009, la crise de 2008 a montré qu'en cas de choc important, le fonctionnement du marché secondaire obligataire pouvait rapidement être très perturbé, du fait de la désaffection ou de la disparition de certains participants, entraînant à son tour une absence d'information. L'objectif de cette partie est de déterminer les pistes, à la fois en termes de structure et d'information qui pourraient être envisagées de façon à permettre un fonctionnement satisfaisant du marché secondaire pour l'ensemble des acteurs dans des conditions normales de marché et à faire en sorte, le cas échéant, qu'un nouveau choc ne le remette pas exagérément en cause.

En résumé, il ressort des diverses réflexions que pour assurer cet objectif il faut :

- En ce qui concerne la transparence sur les prix et la qualité des valorisations ;
 - des supports de diffusion fiables et significatifs : compte tenu de la discontinuité des transactions sur beaucoup d'emprunts ce n'est pas le temps réel qui est important, mais les éléments qui permettent un « *pricing* » par comparaison.
- En ce qui concerne la liquidité
 - un certain niveau de distribution primaire ;
 - une diversité et une complémentarité des acteurs : courtiers et teneurs de marché ;
 - une diversité d'investisseurs.

3.1 L'information du marché

3.1.1 Le dispositif national

La transparence du marché secondaire fait l'objet de débats depuis quelques mois à la fois aux niveaux national (cf. rapport de l'AFG), européen (CESR) et international (OICV).

Au niveau national, les dispositions législatives et réglementaires prévoient deux sources d'information :

- les informations pré et post transactions pour les marchés réglementés et les SMNO ;
- les informations déclarées par les PSI auprès du régulateur (cette information est relative aux transactions portant sur des titres cotés sur un marché réglementé, que la transaction soit effectuée sur le marché réglementé ou en dehors).

Ces deux éléments d'information correspondent à deux logiques distinctes. Si la première a pour objet d'informer le marché, la seconde s'inscrit dans le cadre de la surveillance des PSI et des abus de marché. Elle n'a pas a priori pour objet d'être rendue publique.

3.1.1.1 L'information prévue par les marchés réglementés et les SMN

3.1.1.1.1 Les marchés réglementés

Les articles 514 et suivants du RGAMF précisent les principes de transparence et de publication des informations de marché. L'article 514-7 spécifie notamment que « *l'entreprise de marché détermine l'information sur les intérêts à l'achat et à la vente qu'elle publie en vue d'assurer une négociation équitable et ordonnée.* ». Par ailleurs, en ce qui concerne l'information concernant les opérations traitées, l'article 514-8 précise que « *l'information relative aux prix et quantité est publiée par l'entreprise de marché dans un délai adapté aux caractéristiques de l'instrument financier négocié, à son mode de négociation ainsi qu'au montant de la transaction* ». Les règles d'Euronext prévoient ainsi que les transactions réalisées dans le carnet d'ordre central sont publiées immédiatement, les ordres existants dans le carnet d'ordre central étant affichés en temps réel. En ce qui concerne les transactions hors carnet d'ordre central¹⁷, Euronext va publier : les cours extrêmes, les premier et dernier cours traités ainsi que le volume cumulé par obligation ou titre assimilé en j+1.

3.1.1.1.2 Les SMN et le marché OTC

Le RGAMF ne prévoit pas d'information post-opérations. En ce qui concerne la pré-transparence, l'article 522-4 du RGAMF prévoit que « *le gestionnaire du système rend publique une information sur les intérêts à l'achat et à la vente « pertinente » au regard des caractéristiques de l'instrument financier négocié en particulier son admission ou non sur un marché réglementé* ». Une grande latitude est donc laissée aux SMN. De manière générale, les acteurs du marché de l'OTC¹⁸ ne sont pas soumis à des règles de transparence vis-à-vis du public.

3.1.1.2 Les obligations de déclarations des transactions des PSI auprès de l'AMF

L'article 533-9 du Comofi pose le principe déclaratif des PSI et renvoie au RGAMF pour les modalités¹⁹. L'article 315-46 du RGAMF précise que « *Les prestataires de services d'investissement déclarent à l'AMF toutes les transactions effectuées sur un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou sur un système multilatéral de négociation organisé, quels que soient le lieu et les modalités d'exécution de la transaction. Cette obligation s'applique également aux succursales établies en France de prestataires agréés dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen autre que la France pour les transactions qu'elles effectuent.* ». Par ailleurs, pour ce qui relève des transactions effectuées sur un marché réglementé ou un SMN, l'AMF a exempté le prestataire de services d'investissement de cette obligation de déclaration lorsqu'elle est réalisée par l'entreprise de marché (article 315-49 du RGAMF). L'article 632-11 précise que l'AMF transmet ces informations à l'autorité compétente du marché le plus pertinent en termes de liquidité (via le système TREM déjà cité). L'ensemble des régulateurs européens sont soumis à cette obligation.

¹⁷ Transactions réputées être réalisées sur le marché Euronext, mais sans passer par le carnet d'ordre central. Exemple : une négociation de bloc d'un montant supérieur ou égal à 100.000 euros pour les titres négociés en mode fixing et 250.000 pour ceux en continu.

¹⁸ Même si il est possible qu'une partie de ces transactions fasse l'objet d'une déclaration à Euronext au titre de transactions réalisées hors du carnet d'ordres central.

¹⁹ Les prestataires de services d'investissement qui effectuent des transactions portant sur tout instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé déclarent ces transactions à l'Autorité des marchés financiers, que ces transactions soient effectuées ou non sur un marché réglementé. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les modalités de cette déclaration ainsi que les conditions dans lesquelles il peut être dérogé à cette règle.

A titre d'exemple, si une banque X à Paris effectue une transaction sur une obligation cotée à Londres, la banque X va déclarer cette transaction à l'AMF qui, par le biais du système TREM, va retransmettre l'information à la FSA. Inversement, si une banque Y à Londres effectue une opération sur un titre coté à Paris, la banque Y va déclarer cette information à la FSA qui va la transmettre à l'AMF. Ainsi l'AMF reçoit des autres régulateurs européens, les informations relatives aux transactions effectuées sur des titres cotés sur Euronext.

3.1.2 Au niveau européen

3.1.2.1 Les possibilités offertes par la directive 2004/39/CE (MIF)

La directive 2004/39/CE a prévu une obligation de pré et post transparence pour les actions. Elle a donné la possibilité à chaque pays membre d'étendre ces obligations d'information aux titres de dettes (considérant 46 de la directive 2004/39/CE). Dans la pratique peu de pays ont exercé cette option²⁰.

Conformément à l'article 65 (1) de la MIF, la Commission européenne a publié un rapport début 2008 concernant la nécessité ou non d'appliquer un niveau de pré et post transparence à des instruments financiers autres que les actions. Les conclusions du rapport étaient de ne pas mettre en place des règles de transparence *post*-marché, même si elles recommandent à l'industrie de développer une meilleure information vis-vis des particuliers.

3.1.2.2 Les réflexions actuelles du CESR

La crise de 2008 a conduit la Commission européenne à réexaminer la question. Elle a demandé à CESR si, à la lumière des événements et dans le cadre de la révision de la directive MIF, une transparence sur le marché obligataire, des ABS et des CDS devait être rendue obligatoire et quelle serait alors la nature de cette transparence (*pre/post*), l'information donnée (prix, volume....) et la méthode de diffusion (*immédiate/différée*...). CESR a abouti à la conclusion qu'un certain niveau de transparence *post* marché serait de nature à améliorer son fonctionnement. Cette transparence pourrait concerner les lignes qui ont un certain niveau d'encours. Par ailleurs ces informations seraient publiées avec un décalage (qui pourrait être de quelques minutes à un jour en fonction de la notation du titre) par rapport à la date de réalisation de l'opération. CESR a transmis son rapport à la Commission européenne en juin 2009.

3.1.3 Les avantages et inconvénients d'une transparence *post-trade*

3.1.3.1 Les avantages

Une plus grande transparence sur les transactions effectuées est soutenue par les investisseurs, en gardant à l'esprit le caractère discontinu des transactions effectuées sur le marché secondaire obligataire contrairement au marché action. Leur objectif est double :

- disposer du maximum d'information au moment de prendre une décision de vente ou d'achat et réduire l'asymétrie d'information inhérente aux participants de marché. Par essence, la connaissance du prix auquel a pu se traiter une obligation est une indication importante (même si, comme il a été souligné, le contexte et les caractéristiques de la transaction doivent être pris en compte) ;
- disposer d'une information leur permettant de valoriser les titres qu'ils détiennent en portefeuille, et de faciliter et fiabiliser leur procédure de contrôle interne. L'importance de cette question est évidemment fonction des contraintes auxquelles sont tenus les investisseurs. Ainsi un OPCVM pourra être soumis à une obligation de valorisation journalière (de façon à déterminer la valeur des parts du fonds), alors qu'une caisse de retraite ou une gestion privée aura plus de flexibilité.

Les investisseurs précisent enfin que si une information sur le prix est importante, elle doit s'accompagner d'une information sur le volume. Ils ont pour référence le système TRACE américain²¹.

²⁰ L'Italie a mis en place le système de transparence *post-trade* suivant : publication par les PSI en J+1 du prix et volume pour les montants inférieurs à 500.000 euros et au-delà publication du prix uniquement. La Suède a aussi mis en place un système de transparence *pre* et *post-trade*.

3.1.3.2. Les inconvénients

A contrario, les courtiers estiment qu'une plus grande information sur les transactions réalisées, pourrait avoir à terme des effets négatifs indirects sur le marché en particulier pour les titres faiblement traités. En effet, ils expliquent que depuis que les clients obligataires sont très réticents à un véritable courtage, un courtier est rémunéré sur la base d'un écart entre le prix auquel il achète le titre et le prix auquel il le vend, le courtier va acheter 100 à une contrepartie X et revendre dans la seconde à 100,05 à une contrepartie Y. Cette marge n'est pas fixe, elle est fonction de chaque opération. Rendre publics les deux prix revient à rendre publique la marge réalisée. Les courtiers estiment que le risque est de voir des tiers insatisfaits du prix auxquels ils ont traité alors qu'en tant que professionnels ils l'ont accepté. S'ensuivrait, selon les courtiers, une pression sur les marges qui les obligerait à réduire leur activité de conseil et d'analyse et à terme abandonner le courtage sur un certains nombre de titres, notamment des titres d'une notation moyenne qui souvent nécessite une analyse et une recherche de contrepartie plus importante et qui sont peu traités par les teneurs de marché. Si un système de transparence post marché était instauré sur tous les titres, certains courtiers évoquent la possibilité de devoir changer de *business model* et de devoir passer d'un système de marge à un système de courtage refusé à ce jour par les clients. Faute de quoi, l'analyse financière qu'ils produisent ne serait donc plus « rémunérée » et il y aurait peu d'intérêts à traiter les petits ordres²².

Les teneurs de marché ne semblent pas particulièrement contre une plus grande information post marché, même s'ils ne l'appellent pas de leurs vœux²³.

3.1.3.3 Propositions

La structure actuelle de la régulation des marchés financiers est majoritairement fondée sur la transparence plutôt que sur des règles contraignantes²⁴. Si la crise de 2008 a montré que la transparence n'est pas une condition suffisante, elle a aussi et surtout montré qu'elle est au minimum nécessaire. Il convient néanmoins de rappeler que :

- son importance sera d'autant plus forte que l'investisseur dispose de peu d'information par lui-même, comme par exemple les particuliers ou les petites gestions ;
- la très grande majorité des transactions effectuées sur le marché secondaire obligataire est réalisée entre des investisseurs professionnels qui sont censés disposer de leurs propres analyses.

Chaque acteur du marché doit disposer d'une information suffisante et identique pour prendre sa décision. Il apparait donc naturel, qu'à côté de ses propres moyens d'analyses qui demeurent la base de ses décisions, il souhaite obtenir une meilleure information sur les transactions effectuées sur les marchés afin de pouvoir effectuer ses choix de la façon optimale²⁵. Par ailleurs, le souci de valorisation correcte est un élément important à prendre en compte.

L'objectif n'est néanmoins pas de déséquilibrer le marché, et amener des participants à se retirer, ce qui serait in fine dommageable pour les investisseurs finaux sur certains segments de marché (notamment en matière de conseil et d'analyse financière). C'est pourquoi il pourrait être envisagé de mettre en place un certain degré de transparence dont les paramètres restent à déterminer de la façon suivante :

²¹ Le rapport du groupe CESR de juin 2009 n'a pas complètement tranché sur les effets de TRACE. D'après CESR les études montrent que TRACE a pu réduire la fourchette de *bid/offer*. Néanmoins CESR souligne que cette fourchette était historiquement plus importante aux Etats-Unis qu'en Europe. L'étude réalisée par Biais et Declerck « *Liquidity, Competition & Price Discovery in the European Corporate Bond Market* » publiée en mai 2009 abouti à une constatation similaire.

²² A contrario on peut se demander si la mise en place d'un système de commissionnement n'augmenterait pas potentiellement les volumes, sous réserve que le barème soit suffisamment rémunérateur.

²³ A l'inverse du courtier, le teneur de marché ne réalise pas une marge immédiate, il peut conserver les titres dans son book. Le rapprochement entre deux opérations est donc plus difficile.

²⁴ Même si certaines modifications récentes, comme le fait qu'un originateur doit détenir au moins 5% d'une émission ABS va dans ce sens.

²⁵ Un certain nombre d'intervenants estiment que le marché, à travers les diffuseurs existants, offre déjà des sources d'information pour les investisseurs qui y ont accès (c'est à dire qui disposent des moyens matériels et/ou qui y sont abonnées (le coût de l'abonnement peut néanmoins être conséquents, notamment pour les « moyennes ou petites » gestions).

- concernant le prix, l'information donnée pourrait être le prix pondéré par les volumes (ce qui évite de donner les prix transaction par transaction qui n'est pas forcément l'objectif recherché, même par les investisseurs), avec éventuellement le plus haut et le plus bas,. Concernant l'information sur les volumes traités, au-delà d'un certain montant, il serait simplement précisé que la transaction dépasse ce montant (par exemple 5 millions d'euros et plus, ce niveau pouvant être affiné en fonction des lignes et des émetteurs²⁶) ;
- cette information pourrait être diffusée avec un différé pouvant aller jusqu'à un jour²⁷ (ce qui correspond au besoin de valorisation de la plupart des OPCVM) ;
- enfin il faut déterminer le champ des titres soumis à cette obligation de post transparence. Les investisseurs souhaitent que cette obligation s'impose au moins aux lignes disposant d'un encours non négligeable (par définition ce sont des lignes qu'ils sont plus susceptibles de détenir et d'échanger), même s'il faudra tenir aussi compte du volume de transactions. Concernant les lignes disposant d'un faible encours, les positions sont plus partagées : d'un côté certains considèrent que c'est une information importante, voire plus importante que celles concernant les lignes disposant d'un large encours car c'est la seule vraie information dont disposeraient les investisseurs (alors que sur les lignes importantes ils peuvent déjà avoir des informations par les teneurs de marché). D'autres estiment qu'il est nécessaire d'être prudent pour deux raisons : la publication des prix des transactions réalisées sur ces lignes reviendraient dans certains cas à « révéler » l'identité des entités réalisant la transaction. En effet, vu le petit nombre d'intervenants, les acteurs du marché savent qui détient les titres. Par ailleurs, les courtiers font remarquer que c'est notamment sur ces lignes que les activités de conseils et d'analyses sont les plus importantes : le prix affiché contient non seulement la valeur du titre mais le prix de ce conseil et la recherche de la contrepartie.

Une analyse statistique peut conduire dans un premier temps à s'orienter vers un encours minimum de 150 000 000 euros. En effet, si l'on considère uniquement les émissions obligataires réalisées par des émetteurs *corporate* français (donc à l'exclusion de l'Etat et des banques, ces dernières réalisant beaucoup d'émissions structurées qui ont vocation à être détenues jusqu'à l'échéance, sachant que par ailleurs elles assurent souvent leur propre *market-making* sur leurs titres), sur 128 émissions en 2008, 78 étaient supérieures à 150 000 000 euros et représentaient un peu plus de 85% du total des émissions *corporate*. A la date du 30 juin 2009, sur 100 émissions *corporate*, 80 ont un montant nominal supérieur à 150M euros pour un encours supérieur à 95%. Descendre l'encours minimum à 100 M euros ne permettrait sur 2009 que de « récupérer » 6 emprunts complémentaires (par ailleurs en deçà d'un certain seuil, les émissions deviennent des produits « sur mesure » pour un investisseur, donc la liquidité est de facto limitée). A contrario, si un minimum de 150 000 000 euros permet de capter l'essentiel du marché, certains estiment ce montant trop faible pour envisager un réel marché secondaire et que par conséquent si l'on fixe un montant trop bas, on risque de mettre au point une mécanique très lourde pour des lignes obligataires faisant l'objet de quelques transactions par an. Si ce montant était relevé à 250Ms d'euros ou 500Ms euros, le marché capté resterait en volume de 80% et 62% en 2008, représentant 53 et 30 lignes sur les 128. Enfin on pourrait réfléchir à moduler les délais de publication en fonction de la date de l'émission : les délais pourraient être plus courts pendant les six premiers mois de l'émission au moment où les transactions sont les plus actives.

Il convient enfin de souligner les travaux de l'ICMA en la matière. Comme il a été précisé dans le point 3.1.2.1, suite aux recommandations de la Commission européenne, l'ICMA a réfléchi à la façon d'améliorer la transparence post-marché vis-à-vis des particuliers. Pour ce faire, elle a mis en place avec son ancienne filiale Xtracker (qui est maintenant dans le groupe Euroclear) une procédure de diffusion d'information post-marché concernant les transactions réalisées sur le marché obligataire pour autant que :

- l'encours minimum de la ligne soit de 1 milliard d'euros ;
- les titres aient une durée de vie restante supérieure à un an ;
- la notation est au moins égale à A- ;
- les transactions quotidiennes recensées sont entre 15 000 euros et 1 million d'euros.

²⁶ On peut par exemple faire une différence entre les émetteurs dits « *investment grade* » et les « *speculative grade* »

²⁷ Le décalage entre la transaction et la publication dépendra du volume d'activité sur les titres. En effet, le marché obligataire secondaire est avant tout un marché discontinu où le prix d'une transaction sert essentiellement de comparaison.

Sur cette base, le prix le plus haut et le plus bas, ainsi qu'un prix médian sont disponibles à la clôture des marchés le jour même. Les informations sur les volumes ont un mois de décalage. Ces informations sont accessibles gratuitement sur BondMarketPrices.com

Dans la réponse de l'ICMA à la consultation de la Commission européenne sur la transparence du marché des dérivés OTC (« *possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets* »), l'ICMA insiste sur le fait que la transparence, même si elle est utile, ne peut résoudre l'ensemble des problèmes du marché obligataire, notamment pour ce qui concerne le marché entre professionnels. Elle propose la mise en place d'un groupe de travail comprenant des investisseurs et des vendeurs de façon à mieux appréhender le besoin de chacun.

3.1.3.4 Conditions de mise en œuvre de ces propositions

Si le principe de plus de transparence peut être envisagé, se pose la question de sa mise en œuvre. Deux options peuvent être envisagées. L'AMF peut :

- rendre publique les informations qu'elle reçoit, y compris celles issues des autres régulateurs à travers le système TREM ;
- choisir la voie réglementaire en demandant aux PSI français²⁸ de publier une information sur les transactions qu'ils ont réalisées à travers un système de diffusion de place (auquel l'AMF pourrait être associé). Dans une autre configuration, l'AMF pourrait être en charge de diffuser l'information reçue des PSI français²⁹. Une troisième solution consisterait à ce qu'Euronext soit responsable de cette diffusion (par exemple, mais pas exclusivement à travers la mise en place d'une plateforme). Ces informations seraient anonymes. Néanmoins il est important de souligner que si cette option réglementaire peut être mise en œuvre aisément, elle risque d'être relativement peu appropriée dans la mesure où elle couvre les opérations réalisées par les PSI français (que cela soit sur un titre français ou non) et non toutes les opérations réalisées sur les titres français (ainsi une transaction sur un titre français faite à Londres ne sera pas répertoriée).

La première solution semble à ce stade difficilement envisageable. En effet les informations que reçoit l'AMF de la part des autres régulateurs européens s'inscrivent dans un souci de surveillance. Elles n'ont pas pour objet d'être publiées. Si l'AMF prenait la décision de publier cette information, cela reviendrait à imposer une post transparence indirecte sur certains titres aux autres régulateurs (alors que la plupart des régulateurs n'ont pas mis en place de régime de transparence *post-trade*).

Par définition la deuxième option est plus facile à mettre en œuvre car elle relève uniquement des pouvoirs de l'AMF. Néanmoins, la mise en œuvre d'une obligation d'information pesant sur les seuls PSI français peut soulever la question du *level playing field*. Une plus grande transparence post négociation uniquement pour les opérations réalisées sur une plateforme française ou par des PSI français ne risque-t-elle pas en effet d'avoir un effet négatif en matière de localisation des opérations (les acteurs du marché pourraient avoir tendance à passer leur ordre par une filiale située à l'étranger)? Par ailleurs, comme il a été montré précédemment l'information ainsi obtenue sera intéressante mais parcellaire.

En conclusion, il apparaît donc que seule une mise en œuvre au niveau européen rendra cette mesure réellement efficace, sans pour autant porter préjudice aux acteurs de la place de Paris. Par conséquent, à l'occasion de la revue de la MIF (mi 2010), l'AMF soutiendra la position actée au sein de CESR de mettre en place une obligation d'information post transparence sur le marché obligataire.

²⁸ L'article 533-24 du comofi prévoit que : « *Les prestataires de services d'investissement qui concluent des transactions portant sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé, soit pour compte propre, soit pour le compte de tiers, en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation, rendent publics le volume, le prix et l'heure de ces transactions. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les conditions d'application du présent article. Il peut également fixer les conditions de publication des transactions portant sur les autres catégories d'instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé.* »)

²⁹ Il est important de déterminer qui va publier cette information : l'AMF, les PSI individuellement, ou les PSI à travers un système type de TRACE.

Cette approche ne répond néanmoins pas aux besoins immédiats des investisseurs. C'est pourquoi à très court terme, un dialogue rapide pourrait être mené avec les associations de place (FBF...) pour examiner dans quelles conditions, les principales banques de la place pourraient publier des cours journaliers indicatifs (*bid/ask*) sur un certain nombre de valeurs (au même titre qu'elles le font pour le calcul des indices « *corporate* », ce qui de façon collatérale permettrait aussi aux investisseurs d'avoir une meilleure approche du calcul de ces indices). Ces cours seraient certes uniquement pour information, mais permettraient aux investisseurs d'avoir une première idée du prix de certains titres. Cette solution temporaire apparaîtrait comme d'application rapide et viable dans un marché en fonctionnement normal, sans remettre en cause les acteurs de la place de Paris.³⁰

Enfin certaines personnes estiment que l'on devrait faire un recensement des sources d'information (gratuites et payantes) existantes. Elles soulignent qu'il y a un réel effort de pédagogie qui devrait être mené vis-à-vis des investisseurs qui ne sont pas forcément conscients de l'information (sous réserve de sa fiabilité) qui est déjà disponible, notamment pour les particuliers comme par exemple le système de diffusion mis en place par l'ICMA.

3.2 La structure du marché

Au-delà de l'information qui est donnée au marché, on peut s'interroger sur la structure même du marché. Dans quelle mesure un investisseur peut-il revendre l'obligation qu'il a souscrite et surtout dans quelles conditions ? Trois pistes ont été envisagées par les personnes interviewées.

3.2.1 Un engagement des banquiers chefs de file

Cet engagement peut être conditionné de deux façons :

Les associations de place pourraient demander aux *lead managers* de prendre l'engagement de maintenir une liquidité du titre, le cas échéant sur une période déterminée. Cet engagement ne serait applicable que pour les titres dont le montant à l'émission serait supérieur à un niveau qui reste à déterminer (qui pourrait être de 500 M euros). Cette mesure devrait faire l'objet d'un engagement de place de la part des banques³¹.

Une alternative (qui peut s'inscrire aussi en complément du premier paragraphe³²) pourrait être de « labelliser » des émissions qui seraient associées à une certaine liquidité pendant un temps prédéfini (par exemple dans les six mois suivant l'émission). Cette liquidité proviendrait d'un engagement des banques chefs de file. Ce label serait demandé par l'émetteur à ses banquiers afin de faciliter le placement de ses titres, l'engagement de liquidité pouvant être de nature à renforcer l'attractivité de l'émission.

Les deux approches aboutissent donc au même résultat (un engagement de liquidité), étant entendu qu'il faudrait faire attention à ce que ce système ne donne pas une image négative aux emprunts qui n'en bénéficieraient pas.

L'AMF pourrait soutenir une telle démarche, dans la mesure où sa mission est, entre autres, de s'assurer du bon fonctionnement des marchés, même si les éléments contractuels du marché primaire ne relèvent pas de sa compétence et qu'en l'espèce 90% des transactions obligataires sont réalisées en OTC. De plus, toujours dans le cadre de sa mission de protection de l'épargne, l'AMF pourrait recommander par ailleurs que, pour ce qui relève des emprunts offerts au public, un engagement de liquidité, dans des conditions raisonnables, soit systématiquement mis en place. C'est déjà le cas pour beaucoup d'emprunts (en particulier bancaires), cela pourrait devenir la norme à travers une charte définie par les associations de Place³³. Un contrat type pourrait être mis en place par les associations de place (en effet, le risque serait de voir des contrats de liquidité complètement différents (notamment en matière d'engagement *bid/ask*) d'une banque à une autre.

³⁰ Il est clair que ce système a une limite : en cas de la survenance d'une crise, comme en 2008, les fourchettes indiquées s'écarteraient forcément, mais dans la mesure où ces affichages ne sont pas des engagements fermes, les banques pourraient maintenir cette information plutôt que d'être tentées de ne plus rien publier. On peut noter que les teneurs de marchés fournissant des éléments de prix aux calculateurs d'indices étaient deux fois moindres fin 2008 qu'à la mi-2007, leur nombre ayant de nouveau augmentés depuis..

³¹ Cette démarche pourrait aussi s'accompagner du côté des investisseurs de la mise en place d'un code de bonne conduite.

³² Les banques pourraient définir le cahier des charges relatif à ce label.

³³ Sous réserve que cela ne se traduise pas par un engagement indirect des émetteurs.

3.2.2 La centralisation des ordres

La situation actuelle du marché obligataire correspond à un marché très fragmenté, en conséquence :

- les engagements de liquidité existent mais sont « répartis » sur plusieurs plates-formes ou sur les pages des teneurs de marché ;
- une information « pré et post » transaction (notamment sur les plates-formes) est disponible mais uniquement accessible aux participants à la plateforme.

Partant de ce constat, la question de la recentralisation des participants par le biais de la mise en place d'une plateforme unique susceptible de centraliser l'ensemble des parties mérite d'être soulevée. Certains modèles sont à l'étude, notamment par Euronext. Un des projets en cours consisterait à désigner un « responsable » par ligne d'obligations, censé proposer une fourchette à l'achat et à la vente (ce qui n'empêcherait pas d'autres contreparties de faire aussi des prix sur ces lignes). Des coûts d'entrée de la plateforme (l'abonnement) seraient payés par les investisseurs (et non pas par les teneurs de marché comme c'est le cas actuellement). La question actuelle est de trouver une incitation suffisamment forte pour motiver l'ensemble des participants (qui vont au-delà des entités françaises) à adhérer à un tel projet.

3.2.3 Un refinancement auprès de la BCE dans des circonstances exceptionnelles

La crise a montré que l'engagement d'un teneur de marché ne résiste pas à des conditions fortement anormales de marché. En effet, la fourchette de prix proposée peut s'élargir et devenir indicative (les banques ont plus de difficultés à se couvrir et le sens du marché est très majoritairement vendeur). Or c'est justement dans des conditions anormales de marché que les investisseurs ont besoin de pouvoir trouver des prix et des contreparties dans des conditions raisonnables. Par conséquent il faudrait mener une réflexion européenne pour déterminer dans quelle mesure un système de refinancement auprès de la BCE pourrait être mis en place si des conditions anormales de marché survenaient de façon durable. En effet, si un teneur de marché a la certitude de pouvoir se refinancer auprès de la BCE en apportant le papier qu'il a acheté, en pension (avec des *haircuts* qui restent à déterminer), il lui sera plus aisé de maintenir des prix fermes, sur le marché. Il serait souhaitable qu'un tel système qui a d'ailleurs été mis en place à l'occasion de la crise, puisse être mis en œuvre automatiquement. Il faudrait donc déterminer avec la BCE la notion de « conditions anormales de marché » pour que ce système soit mis en place sans délai. Une fois cet engagement de liquidité assuré en cas de crise, un fixing pourrait être mis en place. Des réflexions sont actuellement menées sur les *covered bonds* (obligations foncières en France) au niveau européen, pour mettre en place un refinancement BCE et établir un fixing chaque jour. Les *covered bonds* bénéficient généralement d'un encours plus important que les *corporate* (les émissions assimilables sont plus fréquentes), ce qui facilite leur liquidité. Une autre réflexion est aussi menée au niveau européen concernant la titrisation qui pourrait elle aussi bénéficier de conditions de refinancement auprès de la BCE dans des conditions favorables pour autant qu'elles obtiennent un label qui serait mis en place soit par la BCE soit par les associations de place.

Enfin il convient de surveiller les évolutions relatives à la réforme des fonds propres des banques sur leurs activités de *trading* dans la cadre de Bâle II. Si cette réforme s'inscrit dans la ligne d'une meilleure protection du système bancaire dans son ensemble, elle risque de clairement renchérir les activités de teneurs de marché des banques, notamment concernant les sociétés ne bénéficiant pas d'une notation élevée³⁴.

³⁴ A cet égard, on peut citer l'étude d'impact réalisée par le comité de Bâle auprès de 43 établissements. D'après cette étude, en moyenne les changements proposés multiplieront par 3,2 les exigences en capital sur les seules activités de *trading*. Dans le même temps, on note une forte disparité entre les banques. Les résultats individuels de l'étude oscillent entre une baisse de 19,5% des exigences et une multiplication par 12.

Conclusion

A la différence du marché des actions, le marché obligataire est, à l'exception de quelques emprunts, structurellement peu liquide. Par ailleurs, les participants à ce marché (émetteurs, investisseurs, courtiers et teneurs de marché) ne disposent pas tous de la même information. La crise de 2008 a exacerbé cette situation. Depuis 2009 le marché du crédit est fortement reparti. Le poids des investisseurs finaux dans les nouveaux emprunts semble plus important ce qui peut signifier à terme un flottant des émissions potentiellement plus faible.

Même si le marché secondaire obligataire semble retrouver une certaine fluidité (notamment par rapport à 2008), les objectifs de la mission étaient de réfléchir aux modalités à mettre en place afin de permettre un fonctionnement satisfaisant du marché secondaire pour l'ensemble des acteurs dans des conditions normales de marché et à faire en sorte, le cas échéant, qu'un nouveau choc ne le remette pas exagérément en cause.

Quatre pistes sont envisagées :

- **Soutenir au niveau européen la mise en place d'une information post-marché sur les transactions effectuées.** Cette publication pourrait concerner les lignes disposant d'un certain encours et avec une publication adaptée dans le temps. Cette mesure n'a de sens que si elle est mise en œuvre au niveau européen dans le cadre de la révision de la MIF, à la fois pour des questions d'exhaustivité de l'information, mais aussi de problématique de concurrence entre les places. En attendant, une solution provisoire pourrait être trouvée avec les associations de place pour néanmoins donner plus d'information au marché, même sur une base indicative. En termes de processus, une fois le principe arrêté, les associations pourraient proposer de constituer rapidement un cahier des charges et lancer un appel d'offre. Il faudra aussi réfléchir à la façon d'associer des banques étrangères, voire des associations européennes comme l'ICMA qui a mené et mène des réflexions sur le sujet. A ce titre, il convient de rappeler qu'un certain nombre d'informations est déjà disponible, même si pour l'instant elles s'adressent plutôt aux particuliers (mais peuvent quand même être intéressantes pour les professionnels)
- **Permettre un refinancement BCE, sans délai, en cas de situation anormale de marché.** Concernant la structure de marché, la crise de 2008 a largement montré qu'en l'absence de possibilité de se refinancer, les teneurs de marchés, clef de voûte importante avec les courtiers du marché secondaire, étaient dans l'incapacité de tenir des prix fermes et serrés. Un système autorisant, en cas de conditions anormales de marché qui devraient être définies au préalable avec la BCE, les banques à pouvoir porter en repo leurs titres auprès de la BCE, permettrait aux teneurs de marché de pouvoir se mettre à l'achat (le sens recherché par les investisseurs dans ces périodes) sans pour autant remettre en cause la situation de liquidité de leur banque.
- **Un engagement des banques vis-à-vis des émetteurs à assurer une liquidité.** En matière de liquidité, les émetteurs pourraient demander à leurs banques de s'engager sur une tenue de marché pendant le cas échéant un temps limité sur certains emprunts. Ceux-ci bénéficieraient alors d'un label, susceptible d'attirer un horizon plus large d'investisseurs. Il faudra néanmoins éviter que cela ne se traduise par une sorte 'd'opprobre' pour les emprunts n'ayant pas ce label. Par ailleurs, ce label ne pourrait être demandé que sur des émissions concernant notamment un certain montant (par exemple au moins 500Ms euros) de façon à ce qu'une tenue de marché soit réellement envisageable. Une alternative à cette labellisation serait que les banques, à travers les associations bancaires, s'engagent à assurer un minimum de liquidité, sur un temps défini, pour toutes les émissions supérieures à un certain montant. Si le résultat est identique, l'avantage de la première solution est de ne pas se limiter uniquement aux seules banques françaises dans la mesure où le choix est à la main de l'émetteur.
- **Mise en place d'un contrat de liquidité systématique pour les emprunts « particuliers ».** S'agissant des émissions obligataires plus particulièrement destinée aux particuliers, l'AMF pourrait soutenir des initiatives de place visant à instaurer un contrat de liquidité systématique (et raisonnable) pour les émissions destinées en priorité au public.