

# Le futur marché obligataire précise ses contours

Consensuel, le projet Cassiopée mise sur la transparence pour attirer la liquidité, même si plusieurs plates-formes devraient coexister, au moins pour commencer.

PAR FRÉDÉRIQUE GARROUSTE

Le marché des obligations *corporate* espère avoir trouvé la parade. Son blocage, fin 2008, a suscité la mobilisation des acteurs, sous la houlette de Paris Europlace, et les réflexions débouchent sur un projet précis. Une véritable Bourse s'organise, promesse de liquidité et de résistance, dont l'intérêt s'impose au fil des problèmes persistants de la sphère financière. « Avec la crise et les nouvelles normes prudentielles qu'elle a suscitées, les teneurs de marché (*market makers*) se sont retirés du marché obligataire, devenu trop coûteux en fonds propres, indique Sylvain de Forges, président du Comité Cassiopée qui travaille depuis novembre dernier sur l'animation du marché obligataire secondaire. D'où l'idée d'une ou plusieurs plates-formes permettant de concentrer les intérêts vendeurs et acheteurs... »

Certes, l'idée n'est pas nouvelle, Deutsche Börse et Euronext ayant déjà lancé des Bourses obligataires qui n'ont pas réussi à décoller. Le comité Cassiopée entend éviter les écueils. « Le projet reprend les points qui ont fait consensus parmi les participants aux travaux préparatoires, soit une cinquantaine d'intervenants représentant l'ensemble des acteurs concernés », rappelle Sylvain de Forges, également directeur général délégué d'AG2R La Mondiale.

## Proche d'un marché actions

Le schéma de fonctionnement tente d'éviter les mécanismes qui conduisent précisément au défaut de liquidité du marché obligataire. « Alors qu'actuellement prévaut un cloisonnement entre les fonctions d'investisseur, de courtier et de teneur de marché, aboutissant à une opacité sur les prix, ici le mode de fonctionnement s'apparente à celui d'un marché d'actions, explique Philippe

**Sylvain de Forges,**  
président du Comité Cassiopée

« Le projet fait consensus  
parmi les représentants  
des acteurs concernés »



Rakotovao, responsable mondial Credit Sales and Trading chez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank. C'est en ce sens que le consensus dégagé par la Place est nouveau. L'objectif est de monter un livre d'ordres, où tous les ordres, y compris ceux des investisseurs, seront des ordres fermes. Dans ces conditions, les prix de la plate-forme pourront effectivement servir de référence à l'ensemble du marché des obligations corporate. »

La transparence représentant un enjeu clé, la plate-forme traitera en prix net la marge qui revient à l'entreprise de marché et à la chambre de compensation, celle-ci étant contenue dans l'écart de cours entre les prix d'achat et de vente. Les règles d'information seront similaires à celles prévalant sur les marchés actions avec une diffusion post-marché gratuite. Les infrastructures d'échange obligataire se chargeront d'exprimer les prix en coût de financement par rapport au *swap* de taux, selon l'usage sur le marché primaire.

Précaution liée au caractère expérimental du système, le démarrage des transactions sera cantonné aux signatures les plus traitées, de type « *investment grade* ». Il devrait intervenir en fin d'année, les infrastructures volontaires pour traiter les obligations selon

les exigences énumérées par le Comité Cassiopée ayant jusqu'à fin juin pour se mettre sur les rangs. A ce stade, l'inconnue principale a donc trait au nombre de candidats. « Il y aura sans doute plus d'une entreprise de marché pour adopter de tels principes, prédit Sylvain de Forges. En cas de coexistence de plusieurs plates-formes proposant de coter la même ligne obligataire, je suppose que l'émetteur, et les banques chefs de file de l'émission, feront savoir où va leur recommandation - mais c'est bien sûr le marché qui choisira la plate-forme principale pour telle ou telle souche. »

Entre le souci de bâtir un marché riche de toutes les initiatives et l'objectif de concentration de la liquidité, les initiateurs du projet ont décidé de ne pas trancher. « Le comité Cassiopée ne labellisera pas les offres remises par les opérateurs, indique Philippe Rakotovao. Il est probable que même si plusieurs plates-formes sont en piste, l'une se révélera plus efficace et finira par concentrer la liquidité. »

A priori, Nyse Euronext, qui prépare une offre, a l'ambition de répondre aussi à cette question. « Nyse Euronext est, à ce jour, le seul opérateur boursier à s'être engagé, lors du Haut Comité de Place, à remettre un dossier en adéquation avec le document d'expression des besoins formulé par le comité Cassiopée.

Notre modèle pourrait consister à faire converger vers notre outil les contributions d'autres Bourses et/ou plates-formes électroniques, notre structure devenant alors centralisatrice des intérêts, indique Philippe Musette-Sykes, directeur des marchés de dette cash chez Nyse Euronext. Elle traiterait donc à la fois des flux indirects et directs. Certains acteurs, Bourses ou plates-formes électroniques, reconnaissent l'utilité d'un tel outil et ont pris contact avec nous. » ■

**L'objectif  
est de monter  
un livre  
d'ordres,  
où tous  
seront fermes**

## Sécurisation

Règles de transparence - pré et post-exécution - et de reporting prévoient de mettre le futur marché en conformité avec les impératifs de la directive MIF (Marchés d'instruments financiers), axée au départ sur les actions. Il est aussi prévu de faire passer les ordres sur un système de compensation, LCH Clearnet préparant une offre.