

Le marché de gré à gré rafle la mise

Largement utilisé par les institutionnels, il devrait apporter davantage de lisibilité aux investisseurs.

PAR VALÉRIE RIOCHET

L'ETF (*exchange-traded fund*) étant un fonds coté, il se vend et s'achète comme une action : sur le marché. En l'espèce, particuliers et institutionnels peuvent se retrouver sur le segment de Nyse Euronext, Nextrack, spécifiquement dédié à la négociation des *trackers*. Or en France, 90 % des ordres des institutionnels passent sur le marché de gré à gré, « l'espace de jeu » préféré de ces grands investisseurs. « Le choix de s'orienter vers le marché de gré à gré, ou OTC (*'over-the-counter'*), NDLR),

est dicté par la taille de la transaction et l'attractivité des prix, indique Régis Yancovici, directeur général délégué et responsable de la gestion chez Efigest AM. Quelle que soit la taille de l'ordre, les prix proposés en OTC (l'écart entre la meilleure offre et la meilleure demande, NDLR) se révèlent plus intéressants, à l'exception des ETF les plus liquides où les prix sont identiques. Si la liquidité n'est pas disponible sur le marché organisé, l'OTC

s'impose. » Pour chaque ETF, deux teneurs de marché (*market makers*) s'engagent à fournir une cotation, un prix à l'achat et un autre à la vente, et assurent ce faisant la liquidité du marché tout au long de la journée. « Sur le marché primaire, le *'market maker'* va ainsi créer et détruire des parts d'ETF selon la demande de ses clients », explique Soufiane Jbara, responsable de l'exécution ETF France, Benelux et Suisse chez Flowtraders. « Quant au marché secondaire, nous tentons de mettre face à face acheteurs et vendeurs », fait savoir Sidi Kleefeld, en charge de la commercialisation des ETF et ETC (*exchange-traded commodities*) chez db X-trackers.

Quand l'ETF réplique un sous-jacent peu liquide comme le MSCI Emerging Markets, la tâche se complique, au regard entre autres des décalages horaires entre les différentes Bourses. « Le *'trading'* est alors effectué à la NAV (valeur liquidative, NDLR), à la clôture du marché et réalisé par nos collaborateurs installés sur place, développe Sidi Kleefeld. Afin de donner une valeur liquidative à la part de l'ETF qui fait l'objet d'un ordre, on se réfère à ses *'proxy'*. Le marché des *'futures'* par exemple. » En cas d'absence de futures sur l'indice répliqué, « un certain nombre

d'instruments et techniques (calcul de corrélation, achat des actions composant l'indice, etc.) permettent de se rapprocher au plus près du prix », complète Ludovic Djebali, directeur des ventes de Source. Si le passage à l'OTC pour des ordres importants, généralement supérieurs à 2 millions d'euros, paraît la solution retenue, Régis Yancovici souligne toutefois l'opacité des frais de *brokerage*. « En général, la rémunération d'un *'market maker'* est fonction de la différence entre le *'spread'* de l'ETF (fourchette de cotation) et celui de sa couverture (*'future'* sur indice..., NDLR) », confie Soufiane Jbara.

Sécurisation des transactions en OTC

En outre, le marché de gré à gré, s'il présente des avantages sur les grosses passations d'ordres, cède du terrain sur certains aspects face au marché régulé qui, quant à lui, « permet une exécution instantanée, la possibilité de placer des ordres complexes (seuil de déclenchement, ordre limite, plage de déclenchement...) et offre une meilleure sécurisation de la transaction », énumère Régis Yancovici. Il n'y a en effet pas à proprement parler de garantie des transactions sur le marché OTC, « même si chaque conversation téléphonique est enregistrée », nuance Soufiane Jbara. Les risques sont ceux d'un risque de marché, à savoir que la contrepartie ou le *broker* ne livre pas les titres.

Un souffle réglementaire devrait apporter son lot de changements. « L'objectif de la réglementation Emir (European Market Infrastructure Regulation), relative aux infrastructures de marché européennes, est de réduire le risque de contrepartie et de renforcer la transparence des produits dérivés OTC (utilisés notamment par les fonds Ucits dont les ETF, NDLR) », expose Ludovic Djebali. Aujourd'hui, déclarer les contrats dérivés de gré à gré n'est pas obligatoire. Avec Emir, l'ensemble des transactions sur produits dérivés figurera dans un registre de données. Les transactions de gré à gré devront, elles, transiter par une chambre de compensation, dès lors qu'elles portent sur des contrats relativement standards. Par ailleurs, la seconde

mouture de la directive MIF (Marchés d'instruments financiers) propose de reporter dans le marché les volumes des transactions réalisées. « Il sera créé une sorte d'historique des flux traités sur le marché OTC, rapporte Ludovic Djebali. Ce qui, pour des promoteurs d'ETF tels que nous, dont l'essentiel des flux est réalisé de gré à gré, est précieux. » Si, sur un plan commercial, on comprend l'enjeu d'une telle nouveauté, côté investisseurs, la nouvelle est accueillie avec le même intérêt. « La publication des volumes traités apportera une transparence sur un marché qui ne communique, pour l'heure, qu'une information parcellaire », se félicite Régis Yancovici. ■



Bloomberg

Le siège de State Street à Boston. Classé numéro deux pour les actifs sous gestion (voir le tableau).

Suprémie des acteurs anglo-saxons

Promoteurs fin 2011 en mds \$	Actifs sous gestion	Variation annuelle	Part de marché
iShares	599,1	+2,3	39,3 %
State Street Global Advisors	270,3	+21,2	17,7 %
Vanguard	170,7	+22,2	11,2 %
Powershares/Deutsche Bank	59,4	+4,0	3,9 %
db x-tracker/db ETC	44,1	-6,1	2,9 %
Lyxor Asset Management	34,9	-18,5	2,3 %
ETF Securities	24,8	-1,4	1,6 %
Van Eck Associates Corp	23,5	+3,5	1,5 %
ProShares	23,1	+0,5	1,5 %
Nomura Asset Management	18,4	+1,8	1,2 %
Autres (183 promoteurs)	256,4	+13,3	16,8 %
Total	1.524,5	+43,7	100 %

Source : BlackRock