

Organisation des marchés financiers

Un marché financier est un lieu, physique ou virtuel, où les acteurs du marché (acheteurs, vendeurs) se rencontrent pour négocier des instruments financiers (actions, obligations, taux de change, taux d'intérêt, produits dérivés).

Les marchés financiers peuvent être classés selon des critères économiques et organisationnels. Sur le plan économique, les marchés se distinguent selon les produits financiers qui y sont échangés :

- Le marché des **actions** : il s'agit de titres de capital représentatif de la propriété. Les actions donnent droit de participer à la gestion de l'entreprise, via les assemblées générales, et de recevoir une rémunération sous forme de dividendes et d'une éventuelle plus-value lors de la revente des titres. L'actionnaire prend un risque important car en cas de défaillance de l'entreprise, il peut ne pas recouvrer son investissement.
- Le marché des **obligations** : il s'agit de titres représentatifs d'une créance, généralement à long terme. Les émetteurs peuvent être des entreprises, des collectivités, des Etats. L'obligataire n'a pas de droit de regard sur la gestion de l'entreprise. Sa rémunération est principalement représentée par des intérêts (coupons). En cas de défaillance de l'entreprise, l'obligataire pourra recouvrer tout ou partie de son investissement selon la séniorité de l'émission et les éventuelles garanties prises.
- Le **marché monétaire** : il s'agit du marché sur lequel les banques, les collectivités, les Etats et les entreprises se financent par endettement à court terme (moins d'un an), voire à très court terme (jour le jour). Le marché monétaire est divisé en deux segments : le marché interbancaire réservé aux banques et institutions financières, et un marché des titres de créances négociables. C'est sur ce marché que l'on observe les principales références de taux d'intérêt : le taux EONIA pour les échanges au jour le jour et la gamme des taux EURIBOR pour les maturités d'une semaine à un an.
- Le **marché des changes** (Forex) : il s'agit du marché sur lequel s'échangent les devises. Il s'agit principalement d'un marché interbancaire.
- Le marché des **instruments dérivés** : il s'agit de produits financiers dont la valeur dépend (dérive) de la valeur d'un autre instrument financier que l'on appelle « sous-jacent ». Les parties qui échangent un instrument dérivé négocient en fait les termes d'un contrat qui vont permettre de déterminer les flux financiers issus de la négociation en fonction, principalement, de l'évolution de la valeur du ou des sous-jacents. Les instruments dérivés sont très utiles pour gérer les risques financiers.

Les marchés financiers se distinguent également selon leur organisation. On distingue :

- Le marché **organisé** ou **réglementé** : un marché réglementé est un lieu d'échange sur lequel les négociations obéissent à un certain nombre de règles dont le respect est contrôlé par un **régulateur**. En France, c'est l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui joue ce rôle. La réglementation concerne notamment : les conditions d'accès au marché et d'admission à la cotation, l'organisation des transactions, les conditions de suspension des négociations, et les modalités d'enregistrement et de publication des négociations. Le système est géré par une

entreprise de marché (Euronext, London Stock Exchange) qui assure la rencontre de multiples intérêts acheteurs et vendeurs sur des instruments financiers admis à la négociation. Le marché organisé présente plusieurs avantages. En premier lieu, le marché organisé offre une plus grande **liquidité** ce qui permet de maximiser les chances pour un ordre d'être exécuté. Deuxièmement, le marché assure l'**égalité** de traitement de l'ensemble des opérateurs grâce à la transparence du marché (diffusion du carnet d'ordres). Enfin, le recours à une chambre de compensation offre une plus grande **sécurité** en garantissant que les acheteurs seront livrés et les vendeurs payés dans les délais prévus par les règles de fonctionnement du marché.

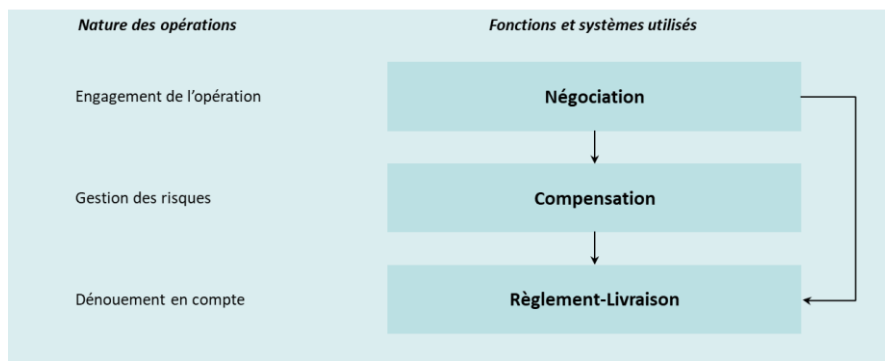
- Le marché de **gré à gré** (*Over the counter*, OTC) : un marché est dit de gré à gré quand l'acheteur et le vendeur sont mis en relation directe, soit de leur propre initiative, soit par l'intermédiaire d'une banque ou d'un courtier. Les deux parties négocient elles-mêmes les termes de la transaction. Ce type de marché est donc plus souple, mais peut présenter des risques tels que le risque de défaut de contrepartie ou le risque de règlement-livraison.
- Les systèmes multilatéraux de négociation (*Multilateral trading facilities*, MTF) : ce sont des plateformes électroniques de courtage organisant la confrontation entre acheteurs et vendeurs de titres financiers. Ils sont gérés par un **prestataire de services d'investissement** agréé ou par une entreprise de marché. L'entreprise qui gère un système multilatéral de négociation fixe elle-même ses règles dans le respect du principe de transparence et d'équité. Cette liberté de la plateforme se retrouve également dans le fait qu'elle n'a pas besoin, à l'inverse de ce qui se passe sur un marché réglementé, d'obtenir l'accord de l'émetteur pour admettre un titre aux négociations. En contrepartie, l'émetteur n'a aucune obligation d'information à l'égard de la plateforme.

Les marchés financiers, qu'il s'agisse de plateformes de négociation (marchés réglementés, français ou européens, systèmes multilatéraux de négociation) ou de chambres de compensation, sont régis par les articles L-411.1 et suivants et D-411.1 et suivants du Code Monétaire et Financier (Livre IV).

Chaîne de traitement des titres

La chaîne de traitement des titres recouvre l'ensemble des opérations qui assurent la bonne fin des transactions menées par les investisseurs sur le marché financier. Les processus de traitement des transactions sur titres sont complexes et diffèrent selon les types d'actifs traités (actions, titres de créance, actifs dérivés, etc.) et recouvrent des fonctions bien spécifiques impliquant des acteurs différents. Les filières d'opérations reposent sur trois pôles fonctionnels essentiels, gérés par des systèmes automatisés : la **négociation**, la **compensation** et le **règlement-livraison**.

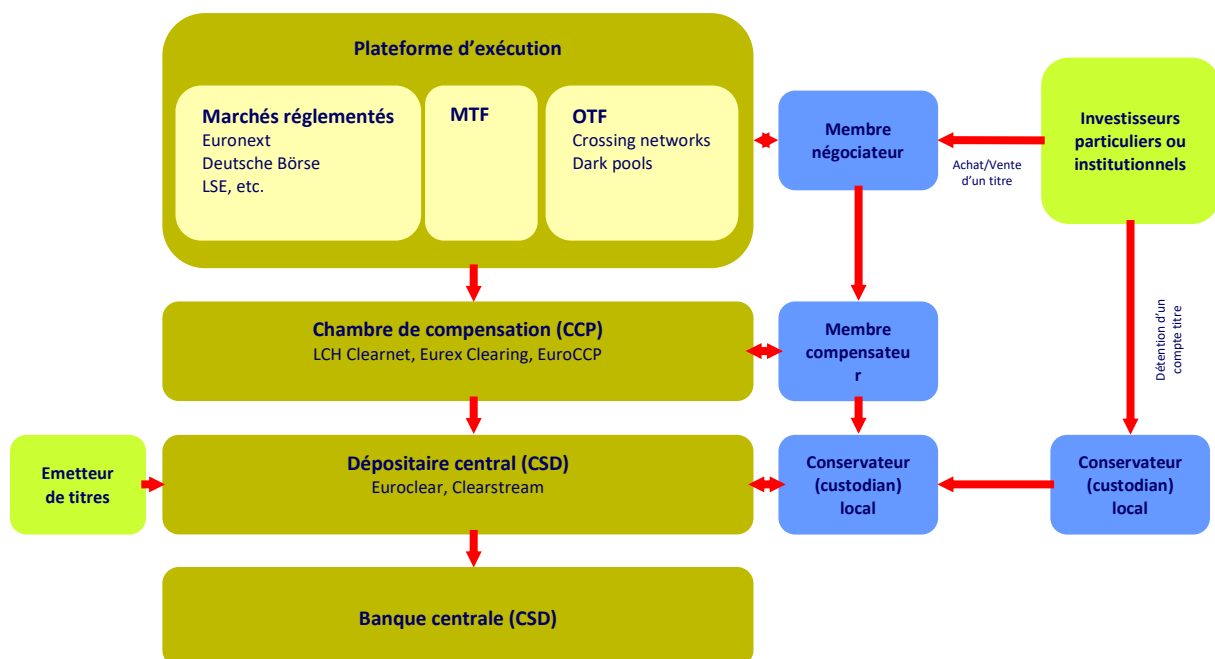
Figure 1 : Chaîne de traitement des opérations



Phase 1 : transmission et exécution des ordres

L'investisseur (*Buy-side player*) est le donneur d'ordres. Il s'adresse à un prestataire de service d'investissement (*sell-side player*). Agréé par l'AMF, ce PSI joue le rôle de négociateur (*broker*) et met en contact l'offre et la demande mais peut aussi prendre des positions pour compte propre (*dealer*), notamment dans des activités d'animateur de marché ou de contrepartie.

Figure 2 : Architecture du marché



Source : adapté de Revue Banque, 3 janvier 2012

Le PSI réalise la transaction pour le compte de son client via une plateforme de négociation¹ (ou d'exécution) laquelle peut être un **marché réglementé** (Euronext, LSE, etc.), un **système multilatéral de négociation** (*Multi-Trading Facilities*, MTF) ou d'autres lieux de négociation plus opaques dits

¹ Plus les ordres sont concentrés sur une plateforme donnée, plus le marché est dit concentré. Au contraire, si les ordres sont dispersés sur un grand nombre de plateformes, le marché est dit fragmenté. Une analyse du degré de fragmentation d'un marché est disponible sur le site <https://fragmentation.fidessa.com/fragulator/>.

systèmes organisés de négociation (*Organized Trading Facilities*, OTF) tels que les ***crossing networks***² ou les ***dark pools***³. En plus des lieux d'exécution que sont les marchés réglementés, les MTF et les OTF, la Directive MiFID⁴ a permis l'instauration d'une pratique d'**internalisation systématique**. Elle constitue pour le PSI qui le propose le fait de se porter directement contrepartie des ordres des clients. Le PSI achète et vend les titres au client, en important le prix d'un marché réglementé, d'un MTF ou d'un OTF, pour son compte propre. Ce système se limite à un croisement des ordres (*matching*) sur la base d'un prix importé avec une possibilité d'amélioration des conditions d'exécution pour le donneur d'ordres. Cette activité est donc similaire à celle d'un teneur de marché.

La Directive MiFID impose que le courtier à qui un client a confié son ordre choisisse le lieu présentant les conditions les plus favorables pour le client. Il s'agit de l'**obligation de meilleure exécution** (*best execution*). Celle-ci est appréciée (art. L. 533-18 du CMF) par « le prix, le coût, la rapidité, la probabilité d'exécution et de règlement, la taille, la nature de l'ordre, et toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre ».

Phase 2 : la compensation

Une fois l'ordre exécuté, les informations relatives à l'exécution sont transmises aux **membres négociateurs** pour information du client et à la **chambre de compensation** (*Central Clearing Counterparty*, CCP) Celle-ci assure la compensation (*netting*) des positions par acteur et par titre : si l'investisseur a acquis et vendu à plusieurs reprises dans la journée un même titre, la chambre de compensation réconcilie ces opérations pour n'en retenir que le résultat net. La chambre de compensation assure ensuite la **novation** : elle s'interpose entre l'acheteur et le vendeur. Elle devient ainsi l'acheteur pour tous les vendeurs et le vendeur pour tous les acheteurs. Entre la date de la novation (J+1) et la date de règlement-livraison (J+2), la chambre de compensation encourt un risque de marché (variation du prix des titres) et un risque de contrepartie (le broker pouvant faire défaut). Pour se couvrir, elle utilise la technique des appels de marge : le vendeur et l'acheteur doivent garantir leurs positions par des titres sûrs. Ces appels de marge sont calculés a minima quotidiennement en fonction de la position ouverte de chaque client de la chambre de compensation.

Phase 3 : le règlement-livraison

Une fois la novation effectuée, la chambre de compensation se tourne vers le **dépositaire central** du titre concerné par la transaction. En effet, à leur émission, les titres ont été déposés sur un compte hébergé par ce dépositaire central (*Central Securities Depository*, CSD), auquel est associé un numéro ISIN⁵.

Le dépositaire central héberge également les comptes titres des banques, sur lesquels sont enregistrés les titres qu'elles possèdent. Cet accès au dépositaire central ne se fait pas directement mais via les

² Un crossing network est un système d'appariement automatique entre ordres acheteurs et vendeurs, interne à un PSI.

³ Un dark pool est un marché qui permet à des investisseurs de réaliser des opérations en dérogeant aux règles de transparence des marchés financiers en ne communiquant les détails de la transaction qu'une fois cette dernière réalisée (pas de transparence pré-marché). Ils sont néanmoins régulés par les autorités de marché.

⁴ Markets in Financial Instruments Directive.

⁵ International Securities Identification Number.

services d'un **conservateur de titres** (*Custodian*). Ainsi, un investisseur détient son compte titres chez son intermédiaire, et ce dernier a un compte titres auprès du dépositaire central pour refléter les positions de ses clients. C'est au niveau du dépositaire central que s'effectue la réconciliation des positions de chacun et de manière simultanée grâce au système DvP (*Delivery vs Payment*) : la chambre de compensation envoie une instruction au dépositaire central pour mettre à disposition les titres. Le dépositaire central peut garantir en temps réel à la chambre de compensation que les titres sont bien présents sur le compte du vendeur (la livraison (*Delivery*) est possible). Similairement, le dépositaire central peut garantir au vendeur que le cash est disponible pour qu'il soit payé (le règlement (*Payment*) est possible).