

An English version is
available after page 13.

TENUE DE MARCHÉ

UN ENJEU POUR DES MARCHES EFFICACES AU SERVICE DU FINANCEMENT DE L'ECONOMIE

L'enjeu de la tenue de marché, trop souvent mal perçue en raison de la dimension technique de cette activité, concerne tant les marchés primaires que secondaires des trois grandes classes d'actifs que sont les actions, les obligations et les dérivés, aussi bien sur des plateformes organisées que de gré à gré.

- La tenue de marché est un outil essentiel au service du financement des Etats et des entreprises.

Sous l'effet des normes prudentielles adoptées à la suite de la crise financière, le modèle de financement de l'économie européenne bascule pour accorder une place de plus en plus importante au financement par le marché, plutôt que par le crédit bancaire. Le recours accru des entreprises au marché obligataire est de ce point de vue révélateur.

Mais si les levées de fonds sont réalisées sur le marché primaire, les conditions de prix de ces levées (coût du capital) sont étroitement dépendantes de l'efficacité avec laquelle fonctionne le marché secondaire. Dans le calcul de la prime de risque qu'ils demandent pour souscrire, les investisseurs sont en effet particulièrement attentifs à la liquidité du marché secondaire : c'est d'elle que dépendra leur capacité à désinvestir, rapidement et à un prix reflétant correctement les fondamentaux du marché, lorsqu'ils l'estimeront nécessaire. Les investisseurs acheteurs sur le marché secondaire font d'ailleurs le même calcul.

De ce fait, la tenue de marché est centrale pour assurer cette liquidité du marché secondaire des titres de capital et de dette. De façon beaucoup plus fréquente qu'on ne le pense généralement, la liquidité, c'est-à-dire la rencontre entre les intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des investisseurs, ne s'établit pas spontanément. Le teneur de marché a alors pour rôle de créer un pont de liquidité entre ces différents intérêts : par l'engagement de son bilan, il répond ainsi aux besoins de liquidité des investisseurs par conclusion de transactions pour compte propre.

- Le marché secondaire obligataire souverain ou d'entreprise fonctionne quasi exclusivement grâce aux teneurs de marché. C'est à ce titre que beaucoup d'Etats, pour optimiser la gestion de leur dette souveraine, ont créé des statuts particuliers de teneurs de marché, à l'instar en France du statut de SVT – Spécialiste en Valeurs du Trésor.
 - Le marché secondaire des actions, naturellement plus liquide et largement organisé autour d'un modèle de confrontation des intérêts acheteurs et vendeurs, ne peut néanmoins pas fonctionner efficacement sans la tenue de marché : outre son importance pour le bon fonctionnement des plateformes de marché, elle seule permet de traiter les transactions dont la taille ne peut naturellement être absorbée par le marché.
- La tenue de marché constitue par ailleurs un élément essentiel dans la fourniture de services de couverture des risques des agents économiques (risque de change, de taux, de prix des matières premières, ...) et des investisseurs (risques de taux et de portefeuille). Pour les mêmes raisons que sur les actions et les obligations en fournissant de la liquidité à ceux qui désirent acheter ou vendre. Mais aussi par sa capacité à adapter l'offre de produits aux besoins spécifiques de couverture de ces acteurs.

Parce qu'elle fait intervenir le compte propre des établissements financiers, la tenue de marché est souvent identifiée aux activités à caractère purement spéculatif, désormais fortement contestées. Pourtant, effectuée au bénéfice des clients ou du marché, sa légitimité est indiscutable.

Plusieurs pays, dont la France, ont d'ailleurs reconnu l'enjeu de la tenue de marché par rapport au service qu'elle fournit aux émetteurs et aux investisseurs, à l'occasion de récentes réformes financières (taxe sur les transactions financières et séparation bancaire).

Aujourd'hui, alors que ces mêmes dossiers sont en cours de discussion au niveau européen, il est impératif que l'utilité de la tenue de marché fournie au bénéfice des clients ou du marché soit également reconnue pour ne pas conduire à la disparition d'une activité qui sert les intérêts des émetteurs et des investisseurs. Il importe donc que ces discussions s'appuient sur une vision claire de la tenue de marché dans toutes ses composantes, qu'elles soient amont par constitution d'inventaires ou aval par gestion du risque au travers d'opérations de couverture et que cette activité soit exercée sur des plateformes de négociation ou en gré à gré. C'est l'objet de l'annexe qui suit.



ANNEXE

TENUE DE MARCHE UTILITE ET CARACTERISTIQUES

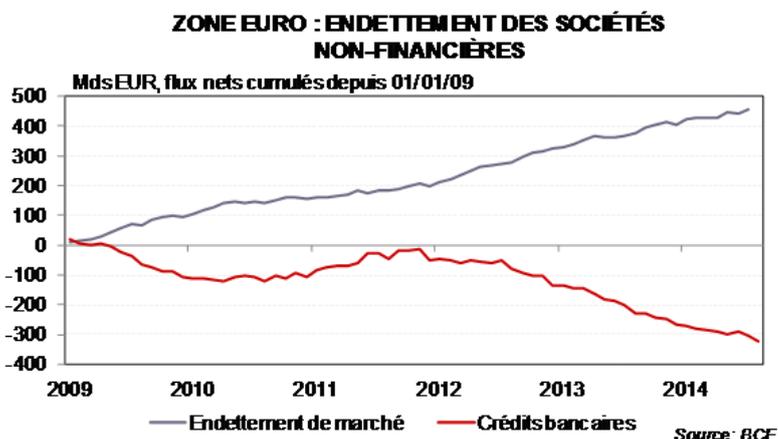
LA TENUE DE MARCHE, UNE ACTIVITE UTILE A L'ECONOMIE

La tenue de marché est une activité exercée par les établissements financiers qui contribue au bon fonctionnement de l'économie lorsque, loin d'être exercée dans le seul but d'une recherche de profits, elle apporte sa contribution à la satisfaction des besoins de financement des Etats et des entreprises ainsi qu'à la couverture des risques de ces dernières et des investisseurs.

LA TENUE DE MARCHE, OUTIL DU FINANCEMENT DES ETATS ET DES ENTREPRISES

Un modèle de financement qui bascule vers plus de marché

En Europe généralement, et en France en particulier, le modèle de financement de l'économie est en mutation profonde. Sous l'effet des normes prudentielles mises en place ou en cours de fixation en réponse aux dysfonctionnements identifiés avec la crise financière, le financement de l'économie européenne est en train d'évoluer vers un système beaucoup plus proche de celui en place aux Etats-Unis, où près de 80 % du financement de l'économie est désintermédié. Cette évolution a d'ailleurs commencé, les entreprises étant conscientes de la nécessité de diversifier leurs sources de financement. L'évolution du marché obligataire, substitutif direct du crédit bancaire, est révélatrice de cette tendance structurelle : l'encours de titres de dette des sociétés non financières françaises a ainsi doublé entre 2008 et la fin du second trimestre 2014.



C'est d'ailleurs au regard de cette mutation qu'au cours des derniers mois, le Gouvernement a pris ou encouragé un certain nombre de mesures pour fluidifier le financement par le marché, tant du côté de l'offre que de la demande, l'une ne pouvant exister sans l'autre (*v. encadré en page suivante*).

Cette préoccupation est partagée au niveau européen. Elle est au cœur du projet d'Union des Marchés de Capitaux (UMC) lancé par la nouvelle Commission Européenne à l'été 2014¹.

¹ Jean Claude Juncker a ainsi déclaré le 15 juillet au Parlement européen : « Over time, I believe we should complement the new European rules for banks with a Capital Markets Union. To improve the financing of our economy, we should further develop and integrate capital markets. This would cut the cost of raising capital, notably for SMEs, and help reduce our very high dependence on bank funding. This would also increase the attractiveness of Europe as a place to invest. »

Le marché secondaire est indissociable du marché primaire

Afin que ce financement par le marché puisse s'opérer au meilleur coût pour l'entreprise, il est important d'assurer aux souscripteurs du marché primaire l'existence d'un marché secondaire fonctionnant avec efficacité, c'est-à-dire suffisamment liquide où contreparties acheteuses et vendeuses se rencontrent de façon aussi fluide que possible. Aucun investisseur n'ayant en effet la certitude de conserver les titres souscrits jusqu'à l'échéance (qui peut d'ailleurs être « infinie » s'agissant des fonds propres), leur appétence pour souscrire, comme le prix de cette souscription dépendent directement de la facilité avec laquelle ils pourront être mis en présence d'acquéreurs potentiels lorsqu'ils souhaiteront désinvestir. De même, les acheteurs sur le marché secondaire, qui se substitueront à eux, mènent un raisonnement similaire. Ainsi, c'est parce que la liquidité du marché secondaire existe que les entreprises, comme d'ailleurs les Etats et les collectivités territoriales, sont en mesure de se financer à des coûts optimisés, sans que le prix de souscription n'intègre une prime de risque démesurée.

Des initiatives nombreuses pour fluidifier le financement par le marché

2013

- Janvier : Création de BPI France
- Mai : Lancement d'EnterNext
- Juillet : Lancement du Fonds Novo
- Août : Capacité des assureurs à investir dans les fonds de titrisation, étendue aux mutuelles fin 2014

2014

- Janvier : Amortissement exceptionnel, sur cinq ans, pour les entreprises investissant dans les PME innovantes
Création de contrats Euro-croissance et Vie-génération
Simplification et allègement du régime des plus-values mobilières
Création d'un PEA PME et relèvement du plafond du PEA
- Mars : Publication de la Charte Euro PP
- Mai : Cadre législatif du financement participatif
- Sept. : Mission Ricol en vue de déterminer les adaptations permettant aux Caisses de retraites complémentaires de réallouer 5 Mds€ vers le financement des PME-ETI

Cette liquidité du marché secondaire n'est d'ailleurs pas seulement importante pour l'investisseur considéré individuellement, elle l'est aussi par rapport à la fonction de découverte du prix que permet le marché : plus nombreux en effet sont les échanges, plus le prix qui en ressort est fixé optimalement par rapport aux fondamentaux du marché.

Or c'est au travers du prix fixé par le marché que les porteurs de projets (principalement les entreprises) vont voir valoriser leurs actifs et leur stratégie, fixer le coût de leur capital (c'est-à-dire le prix auquel ils peuvent lever de nouveaux capitaux), déterminer le prix auquel ils pourront réaliser des opérations de croissance externe en acquérant d'autres entreprises, voire être eux-mêmes la cible d'une opération de croissance externe par un tiers. Mais c'est également au travers de ce prix que les porteurs d'épargne vont voir leurs investissements valorisés.

Les facteurs influençant la liquidité de marché sont multiples : la taille de l'émission bien sûr, mais aussi la présence d'intermédiaires jouant un rôle actif de « distributeur » auprès de leurs clients investisseurs², l'existence d'une stratégie de communication financière suivie dans la durée, ou encore la mise en place sur les marchés dirigés par les ordres d'un contrat de liquidité³. Mais au-delà, la tenue de marché joue un rôle particulier qui ne doit pas être mésestimé.

La tenue de marché, facteur de liquidité du marché des titres de capital et de dette

En matière de financement des Etats et des entreprises, ce sont les marchés de titres de capital (actions) et de titres de dette (obligations) qui doivent être considérés. Si la tenue de marché est complètement centrale pour le bon fonctionnement du marché obligataire, elle joue également un rôle important sur le marché actions étant rappelé qu'en Europe, le nombre d'émissions distinctes⁴ de titres de dette est sans

² Notamment par la publication d'analyses financières, une récente étude ayant mis en évidence le lien existant entre couverture en analyse financière et coût du capital (*The Real Effects of Financial Shocks: Evidence from Exogenous Changes in Analyst Coverage*, F. Derrien et A. Kecskés, à paraître dans *Journal of Finance*).

³ Sur cet aspect, v. Contrat-type AMAFI de liquidité (AMAFI / 09-21a et b).

⁴ C'est-à-dire sans assimilation des titres nouvellement émis à des titres déjà en circulation.

commune mesure avec le nombre d'actions, de l'ordre de 150 000 pour les premiers contre 7 000 pour les secondes.

Le marché secondaire obligataire de titres souverains ou d'entreprises fonctionne quasi exclusivement grâce aux teneurs de marché.

Le marché obligataire est constitué, pour un même émetteur, de multiples émissions (appelées souches), le plus souvent dotées chacune de caractéristiques différentes, notamment quant à la maturité et au taux d'intérêt servi, ce qui empêche que ces souches soient fongibles les unes avec les autres. Il en résulte qu'en dehors de quelques obligations d'Etat ou d'entreprise, la liquidité naturelle de chaque souche obligataire est faible, surtout quand on se situe en dehors d'une des trois périodes clés où une augmentation sensible de la liquidité est constatée, en l'occurrence dans les jours ou semaines qui suivent l'émission, précèdent le remboursement ou sont marqués par un événement de crédit général (modification de la courbe des taux, ...) ou affectant l'émetteur (changement de notation, ...).

De leur côté, les investisseurs se décomposent en trois catégories : ceux qui peuvent conserver un actif de son émission jusqu'à son remboursement ; ceux qui ne le peuvent pas, mais qui savent quelle est la durée de leur placement ; ceux qui ne savent pas combien de temps ils conserveront cet actif. La part des investisseurs qui appartiennent à la première catégorie peut être plus ou moins importante. Si elle dépend souvent de la durée de vie du produit (maturité), aucun souscripteur ne peut pour autant garantir *a priori* qu'il n'aura jamais besoin de réaliser son investissement avant l'échéance. Aussi, même s'il est dans une perspective originelle de *buy and hold*, tout investisseur qui apporte des capitaux lors d'une émission est nécessairement attentif à l'existence d'un marché secondaire actif et liquide lui permettant en cas de besoin de transformer les actifs souscrits ou achetés en cash. Il y est d'autant plus attentif que s'agissant d'investisseurs professionnels (organismes de placement collectifs, compagnies d'assurance, mutuelles, caisses de retraites, ...), qui composent l'essentiel du marché obligataire, la réglementation qui leur est applicable leur interdit, soit de détenir plus d'une certaine quote-part de leur actif en titres non ou peu liquides, soit augmentent fortement les exigences en fonds propres liées à leur détention.

Sans capacité à assurer la liquidité du marché secondaire obligataire, le financement de l'économie ne serait alors assuré que par un très faible nombre d'investisseurs, ceux capables de conserver en toute situation des actifs jusqu'à leur remboursement. La conséquence pour les émetteurs en serait immédiate au niveau de l'augmentation du coût du capital : d'une part, par réduction de la demande, le nombre d'investisseurs intéressés à souscrire à leurs émissions étant faible ; d'autre part, par incorporation par les souscripteurs d'une prime de risque élevée compensant l'illiquidité de leur investissement.

C'est la raison pour laquelle la fourniture par un émetteur d'un mandat de placement à un établissement financier est en pratique subordonnée à son engagement d'assurer, sous forme de tenue de marché, la liquidité des titres émis sur le marché secondaire. La tenue de marché est ici envisagée comme un élément essentiel de la bonne gestion de leur dette par les émetteurs, qu'il s'agisse d'entreprises⁵ ou

Les SVT, teneurs de marché au service du financement de l'Etat

L'Etat français reconnaît l'utilité et l'importance de la tenue de marché pour lui assurer les meilleures conditions de financement.

Ainsi, lorsqu'il émet de la dette, il le fait au travers d'un groupe de banques françaises et étrangères, dénommées Spécialistes en Valeur du Trésor – SVT, dont les droits et obligations sont définis par un contrat passé avec l'Etat (Charte SVT). Ces SVT agissent en qualité de teneurs de marché, l'Etat leur vendant exclusivement la dette qu'il émet, à charge pour eux de la distribuer ensuite à des investisseurs conformément aux conditions établies par la Charte SVT.

Des acteurs comparables (*primary* ou *authorised dealers*) existent dans un grand nombre d'autres Etats.

D'ailleurs, le caractère essentiel de cette activité est bien reconnu puisqu'aujourd'hui, les discussions portant sur la séparation au sein des banques de certaines activités menées dans le seul but de réaliser un profit pour compte propre (projet Barnier) prévoient une exemption pour les activités sur dettes souveraines.

Pour autant aucune justification n'est apportée pour expliquer pourquoi ce qui est vital pour les Etats ne le serait pas tout autant pour les entreprises, alors que le marché de leurs titres de dette est en général bien moins liquide.

⁵ La recherche récente confirme cette analyse : voir notamment, dans le contexte des débats sur la séparation bancaire, Duffie, D. : « *Market Making Under the Proposed Volcker Rule* », Report to the Securities Industry and

d'Etats. C'est ainsi notamment que la capacité à assurer la tenue de marché constitue l'une des conditions essentielles du statut de Spécialiste en Valeurs du Trésor français.

Le marché secondaire des actions, naturellement plus liquide et largement organisé aujourd'hui autour d'un modèle de marché dirigé par les ordres, où acheteurs et vendeurs se confrontent en permanence (cotation en continu) ou à intervalles réguliers (*fixings*), ne peut néanmoins pas fonctionner efficacement sans tenue de marché

C'est le cas d'abord pour toutes les transactions qui excèdent la capacité naturelle d'absorption du marché, c'est-à-dire celles dont le volume dépasse celui habituellement traité sur le marché. En transférant le risque sur le teneur de marché, l'investisseur connaît avec certitude le prix de la transaction sans subir le décalage de cours (impact de marché) que la transaction causera inévitablement à son détriment. Mais au-delà de cet intérêt particulier, la tenue de marché présente aussi un intérêt général puisque le marché sera également bénéficiaire de cette intervention. En effet, tant la communauté des autres investisseurs qu'indirectement l'émetteur n'ont pas à supporter les conséquences du décalage de cours créé par une transaction importante.

C'est aussi le cas de l'activité dite de facilitation qui consiste pour un établissement financier, membre d'une ou plusieurs plateformes multilatérales, à faciliter l'exécution d'ordres clients. A cet effet, l'établissement fournit à ses clients, à leur demande, une liquidité additionnelle par rapport à celle immédiatement présente sur le marché par interposition de son compte propre sur la partie de l'ordre qui, du fait de sa taille, n'est pas exécutable dans un délai court sur les plateformes dont il est membre. L'objectif est ici le même que précédemment : supprimer l'impact de marché subi sinon par le client.

Enfin, parce qu'acheteurs et vendeurs ne sont pas toujours présents simultanément pour des quantités équivalentes, et notamment lorsque la liquidité naturelle d'une valeur est faible, les marchés organisés sur un principe de confrontation des ordres ont également développé depuis plusieurs années des contrats de tenue de marché : ceux-ci définissent les conditions dans lesquelles des membres de marché s'engagent à intervenir à l'achat et à la vente pour des quantités minimales. Par la liquidité qu'ils fournissent ainsi « au » marché sur lequel ils interviennent, ces teneurs de marché créent au profit des investisseurs une fourchette de marché ou réduisent celle observée, avec pour effet de diminuer la volatilité.

LA TENUE DE MARCHE, OUTIL DE COUVERTURE DES RISQUES ET D'OFFRE DE PRODUITS SUR-MESURE

La tenue de marché joue également un rôle reconnu dans le fonctionnement des marchés dérivés qui, en permettant la couverture des risques des agents économiques (risque de change, de taux, de prix des matières premières, ...) et des investisseurs (risques de taux, de portefeuille), constituent indirectement des marchés de financement. D'ailleurs, la capacité d'un investisseur à couvrir le risque qu'il prend en portefeuille participe directement de son appétence à intervenir sur le marché primaire ou secondaire des titres de capital et de taux.

La tenue de marché, réponse aux besoins de couverture des entreprises et des investisseurs

Pour minimiser les conséquences d'évolution défavorables par rapport à leurs anticipations, les entreprises industrielles et commerciales cherchent aujourd'hui à couvrir les risques inhérents à leurs activités, c'est-à-dire principalement le risque de variation des prix des matières premières, le risque de change et le risque de taux. Pour les mêmes raisons, les investisseurs cherchent par ailleurs à couvrir les

Financial Markets Association, et aussi THAKOR, A.V. (2012) : « *The Economic Consequences of the Volcker Rule* », Center for Capital Markets Competitiveness, Summer.

risques liés à leurs stratégies. L'enjeu dans l'un et l'autre cas est bien sûr que le surcoût résultant de cette couverture soit le plus faible possible.

Un des moyens les plus efficaces pour couvrir ces risques est alors de faire appel aux produits dérivés. Dans un certain nombre de cas, la couverture peut être assurée au travers de produits standardisés disponibles sur des marchés dérivés organisés. Mais souvent de tels produits ne permettent pas de couvrir de façon suffisamment fine les besoins exprimés, surtout lorsqu'ils le sont par des entreprises. A cette fin, les établissements financiers développent et « émettent » des produits spécialement conçus afin de répondre aux risques spécifiques de leurs clients.

Dérivés clients et gestion dynamique de la couverture

Conclure avec un client un dérivé répondant à son besoin de couverture particulier (risque de change, risque de taux d'un assureur, ...) implique de la part de l'établissement financier une gestion dynamique de sa couverture.

Cela consiste à effectuer quotidiennement des transactions d'ajustement de ses risques, notamment en achetant ou en vendant les instruments sous-jacents.

Sans une telle gestion dynamique de la couverture, aucun établissement ne serait en mesure d'offrir à ses clients une protection en toutes circonstances. Cela ne serait possible que lorsque le niveau du marché le permet avec pour conséquence de contraindre le client à conserver des risques non désirés et à en subir le coût économique.

Mais, par essence, les risques encourus par une entreprise ou un investisseur ne sont pas figés à un instant donné : ils évoluent en fonction de l'évolution de sa situation propre mais aussi de l'environnement économique, qu'il soit spécifique à son activité ou global. Leur gestion des risques est donc effectuée sur une base dynamique impliquant que les produits acquis doivent pouvoir être cédés avant leur terme pour, le cas échéant, être remplacés par des produits répondant à la nouvelle situation.

Dans ce cadre, un aspect important de l'appétence des investisseurs à acquérir de tels produits (*γ compris des produits à diffusion large, v. encadré*),

est l'assurance de pouvoir les céder avant leur terme, ce qui suppose en pratique que l'établissement financier « émetteur » s'engage à exercer une fonction de tenue de marché pour assurer la liquidité secondaire des produits ainsi émis. Pour des produits ad hoc émis en réponse à des besoins spécifiques, comme un marché secondaire ne peut exister en tant que tel, il s'agit en réalité d'un engagement de l'établissement de « reprendre » sous certaines conditions le produit « émis » au profit de son client. En ce cas, la concurrence entre teneurs de marché ne se situe pas à ce niveau, mais intervient en amont, lors des appels d'offres lancés par les entreprises et les investisseurs auprès de plusieurs établissements financiers, la capacité de dénouer la position avant l'échéance du produit étant une des composantes importantes de cet appel d'offre.

Tenue de marché et dérivés à diffusion large

Parmi les produits financiers, dits produits structurés, destinés à satisfaire les besoins des investisseurs, certains de ceux émis par les établissements financiers peuvent avoir une diffusion large comme les certificats, les warrants ou les ETF.

Comme en matière de produits ad hoc, un aspect important de l'appétence des investisseurs à acquérir de tels produits est l'assurance de pouvoir les céder avant leur terme. En s'engageant à exercer une fonction de tenue de marché qui assure la liquidité secondaire, l'établissement financier assure de fait l'animation d'un marché secondaire.

LA TENUE DE MARCHE, DES CARACTERISTIQUES IMPORTANTES A APPRECIER

LA TENUE DE MARCHE S'EXERCE AUSSI BIEN SUR PLATEFORMES QU'EN GRE A GRE

Les activités de tenue de marché permettent de synchroniser la rencontre entre des acheteurs et des vendeurs et ainsi d'accroître la liquidité, quel que soit le lieu d'exécution. En pratique d'ailleurs, ces activités sont menées aussi bien sur des plateformes de négociation que de gré à gré.

Historiquement, les plateformes multilatérales de négociation (marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation) existent principalement sur le segment actions où elles ont joué un rôle important dans la structuration du marché. Sur le segment dérivé, elles concernent des contrats ou

options standardisés tandis que sur le segment obligataire, elles commencent depuis peu à se développer pour certains produits.

La tenue de marché sur plateformes

Si le modèle de marchés dirigés par les prix est intrinsèquement construit autour de différents teneurs de marché exerçant en concurrence les uns avec les autres, il est depuis longtemps admis que dans les marchés dirigés par les ordres la fonction de teneur de marché est également importante. Le prix donné par un modèle de marché dirigé par les ordres est en effet d'autant plus efficace économiquement qu'est important le volume des achats et des ventes qui est confronté, ce qui suppose notamment de chercher à réduire le plus possible tout déséquilibre entre l'un et l'autre. Ainsi, pour fournir de la liquidité additionnelle, et réduire les situations dans lesquelles acheteurs et vendeurs ne sont pas présents en même temps pour des quantités proches, les opérateurs mettant en œuvre des plateformes multilatérales ont, depuis longtemps déjà, considéré utile de permettre à des teneurs de marché de positionner dans le carnet des ordres répondant à certaines conditions de prix et de quantité, en leur donnant, en contrepartie des obligations ainsi assumées, droit à certains avantages tarifaires. Selon le même principe, ces mêmes plateformes offrent également des mécanismes par lesquels les teneurs de marché répondent à des demandes de cotation « *request for quotes* » émanant des investisseurs.

Bourse et gré à gré, un équilibre en évolution

Historiquement, la fonction de détermination du prix par le marché s'est structurée dans le cadre de « bourses » qui, depuis longtemps déjà*, permettent des échanges sur des titres de capital (actions) ou de créance (obligations) ainsi que sur des produits dérivés sur matières premières et, depuis une trentaine d'années, sur des produits dérivés financiers.

Toutefois, la réalité est aujourd'hui très différente. Les bourses, devenues marchés réglementés, ne représentent plus aujourd'hui une part prépondérante, tant au niveau des volumes** que des produits, des échanges d'instruments financiers créés en vue de répondre aux besoins de financement et de gestion des risques de l'économie. Cette évolution a des racines différentes selon chaque segment de marché.

- Segment dérivé.

Si les marchés de dérivés sur matières premières constituent les plus anciennes bourses au monde, les marchés de dérivés financiers, qui représentent aujourd'hui une part extrêmement importante de ce segment, se sont en revanche développés beaucoup plus tardivement. De manière générale, s'agissant de produits de gestion des risques, l'enjeu est de couvrir aussi précisément que possible des besoins qui peuvent être très divers. Comme cela n'est possible que de façon imparfaite au travers des produits standardisés qui seuls peuvent être traités sur des bourses, un important marché de gré à gré s'est développé pour répondre aussi précisément que possible aux besoins spécifiques qu'expriment les entreprises et les investisseurs.

- Segment obligataire.

Pendant longtemps exclusivement traité sur les bourses, le marché obligataire est majoritairement réalisé de gré à gré depuis les années 80. Cette évolution s'est opérée sous la pression des Etats qui, augmentant sensiblement leurs émissions de dette, ont éprouvé la nécessité d'être mieux à même de toucher les investisseurs internationaux, seuls en mesure de répondre à leurs besoins, et donc de sortir des cadres nationaux dans lesquels la plupart des bourses étaient à l'époque insérées. Désormais, même s'il existe des marchés obligataires actifs sous forme de bourse (en Italie notamment), ceux-ci s'avèrent surtout efficaces pour répondre à une clientèle particulière, pour des volumes qui restent marginaux dans le total des échanges.

* Les marchés dérivés de matières premières sont les plus anciens marchés connus, remontant à l'Antiquité. Les « bourses » se sont développées depuis le Moyen-âge. On peut néanmoins estimer que l'histoire « moderne » des marchés a commencé il y a environ deux siècles.

** En 2012, sur les valeurs composant leurs grands indices, les parts de marché respectives de Deutsche Börse, du LSE – London Stock Exchange et de NYSE-Euronext étaient ainsi inférieures à 35%.

▪ Segment actions.

Dans beaucoup de pays européens, notamment en France, et jusqu'à une période très récente, le marché actions est resté essentiellement organisé autour des bourses qui disposaient d'un monopole juridique. Pour autant, le système central de négociation organisé par ces bourses concernait essentiellement les ordres d'une faible taille unitaire, les échanges de taille importante (les blocs) étant quant à eux réalisés en dehors de ce système central par les intermédiaires dans des conditions de prix dérogatoires fixées par la bourse. L'enjeu, pour l'investisseur concerné, mais aussi pour l'ensemble des investisseurs et l'émetteur, est que cette transaction ne déséquilibre pas indûment le processus de formation des prix, l'absorption dans un carnet d'ordres central d'une transaction importante créant inévitablement un décalage de cours, appelé « impact de marché ».

Depuis l'entrée en vigueur de la Directive Marchés d'instruments financiers en 2007, dont l'un des principaux objectifs a été de mettre en concurrence les trois grands modes de négociation que sont les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et le gré à gré, on a assisté progressivement à une montée en puissance des volumes traités en gré à gré. Ce ne sont plus seulement les ordres de taille importante qui sont traités en dehors du carnet d'ordres central, mais également les ordres de petites tailles. Cette évolution est la résultante directe du développement des systèmes internes de croisement des ordres mis en place par les intermédiaires financiers pour répondre à l'obligation de meilleure exécution posée par cette directive tout en recherchant le meilleur équilibre économique de leur activité conformément à l'objectif de mise en concurrence rappelé.

Aujourd'hui, les opérations sur les différents instruments financiers (dérivés, obligations, actions) se partagent ainsi entre marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation et gré à gré. Cet équilibre est certes en cours de déplacement en vue d'accroître sensiblement la part des échanges réalisés sur des bourses***. Pour autant, il n'y a pas de remise en cause de l'intérêt des échanges de gré à gré pour répondre aux besoins spécifiques qui ont historiquement favorisé leur émergence.

*** Compensation des dérivés dans le cadre du règlement EMIR, revue de la Directive MIF dont un des objectifs est de rendre obligatoire le traitement des obligations et de certains produits dérivés liquides sur des plateformes de négociation.

Développée à l'origine sur les plateformes traitant des produits dérivés, cette fonction de teneur de marché l'a été ensuite sur celles traitant des produits au comptant, et donc essentiellement les actions.

Pour ces plateformes, la tenue de marché permet :

- ✚ Concernant les valeurs peu liquides, de maintenir dans le carnet d'ordres une fourchette de prix à l'achat et à la vente, permettant aux investisseurs désirant traiter de disposer d'une référence de prix ;
- ✚ Concernant les valeurs liquides, de resserrer la fourchette existante tout en contribuant, d'une part, à maintenir une moindre distorsion entre les prix traités à différents endroits pour un même instrument financier et, d'autre part, à réduire les situations de déséquilibre ponctuel entre acheteurs et vendeurs, et donc la volatilité injustifiée.

La tenue de marché en gré à gré

La tenue de marché s'est également développée en dehors des plateformes multilatérales de négociation, dans un contexte de marché où les opérations de gré à gré ont une place importante, voire majeure. Dans le droit fil des orientations posées par la directive MIF en matière de concurrence entre modes de négociation, cette tenue de marché porte sur des instruments qui, par ailleurs, font l'objet de transactions sur des plateformes (actions, dérivés standardisés, certaines obligations). Mais cette activité porte également sur des instruments qui, parce qu'ils sont peu liquides ou peu adaptés à une négociation sur une plateforme multilatérale, sont seulement traités en gré à gré (obligations, produits dérivés sur mesure, ...).

Certaines réglementations récentes, comme MIF 2 ou le Règlement sur les ventes à découvert, ont eu tendance à donner une définition étroite des activités de tenue de marché, en les cantonnant à la tenue de marché sur plateforme. Cela ne correspond pas à la réalité de ces activités, qui soutiennent les échanges d'instruments sur plateformes comme en dehors de celles-ci.

COMPOSANTES DU MODELE ECONOMIQUE DE LA TENUE DE MARCHÉ

Le modèle économique de la tenue de marché dépend de plusieurs caractéristiques propres à l'établissement qui la pratique : large clientèle garantissant l'information, capacité bilancielle permettant de prendre des positions, accès continu à plusieurs marchés, notamment pour le financement et la couverture, et expertise afin de fournir des demandes de prix compétitives, même en cas de forte volatilité.

On distingue néanmoins deux sources de revenu principales pour un teneur de marché type :

- + Les revenus de facilitation, provenant de l'écart *bid-ask* (fourchette de prix) sur lequel se rémunère le teneur de marché et auxquels il faut retrancher les coûts d'exécution ;
- + Dans le cas où une contrepartie n'est pas immédiatement trouvée, les revenus d'inventaire, issus de l'évolution de la valeur des instruments stockés et des revenus éventuels qu'ils génèrent (dividendes, intérêts), auxquels il faut retrancher les coûts de financement, du capital et de couverture.

L'amplitude de la fourchette de prix (et donc le coût pour l'investisseur) sur laquelle le teneur de marché va s'engager dépend de plusieurs facteurs.

- + En premier lieu de l'estimation de ses différents coûts. Cette estimation tend à se resserrer si le teneur de marché considère pouvoir rapidement trouver une contrepartie, ou si les coûts d'inventaire, qui dépendent pour partie des contraintes réglementaires (coût du capital) ou de l'état de marchés des instruments dérivés (couverture), sont faibles.
- + Mais la fourchette de prix proposée est aussi fonction de la mesure du risque que prend le teneur de marché, notamment analysé à travers la *value-at-risk* (VaR), qui permet de déterminer l'inventaire optimal et d'ajuster la fourchette afin d'atteindre ce niveau.
- + Enfin, cette fourchette dépend de l'appétit au risque qu'a chaque teneur de marché pour un instrument financier donné, et qui se mesure directement par le niveau de capital dédié à cette activité.

De la combinaison de ces différents facteurs, à la fois endogènes à chaque établissement (appétence dédiée du capital dédié à cette activité, méthode de calcul du risque, ...) et

La gestion d'inventaire, une activité indispensable

Les services rendus aux investisseurs impliquent que le teneur de marché n'agisse pas exclusivement de façon passive, en réponse uniquement aux besoins exprimés, mais anticipe également leurs besoins futurs.

De la même manière qu'un commerçant complète son stock pour être en mesure de satisfaire la demande de futurs clients, le teneur de marché saisit, en anticipation de la demande de clients, et en fonction de l'intérêt économique qu'il analyse au regard de leurs prix et de sa capacité à ce que ses clients soient intéressés au prix qu'il leur proposera, les offres qui se présentent à lui. Cette activité d'inventaire constitue ainsi une composante importante de l'activité de tenue de marché de gré-à-gré.

La Banque centrale européenne a d'ailleurs reconnu, dans son avis sur la proposition de réforme structurelle des banques du 19 novembre 2014, que l'inventaire était une composante de la tenue de marché (« *Market making is sometimes also carried out in anticipation of client business* »).

L'Autorité européenne des marchés financiers, l'ESMA, a également considéré que l'activité d'inventaire entre pleinement dans le cadre de la tenue de marché. Les orientations publiées le 4 avril 2013 (ESMA/2013/7) à propos du règlement européen sur les ventes à découvert précisent ainsi : « *Une entité qui agit en tant qu'agent principal en anticipant des ordres initiés par des clients ou des demandes de leur part devant se concrétiser à court terme peut bénéficier de l'exemption des activités de tenue de marché pour autant que la couverture par anticipation soit nécessaire à l'exécution de véritables activités de tenue de marché et ne s'explique pas par d'autres raisons, spéculatives notamment.* »

exogènes (exigence de fonds propres, possibilité de couvrir la position.. .), dépend non seulement l'appétence des établissements financiers à exercer une activité de tenue de marché, mais aussi le prix (amplitude de la fourchette) auquel ils sont prêts à s'engager en face des investisseurs.

Dans un environnement où le modèle économique de la tenue de marché est déjà fragilisé par l'importante augmentation du coût de ces activités en fonds propres, il est important de préserver l'équilibre existant. Le risque sinon est de voir le nombre de teneurs de marché se réduire encore au détriment des émetteurs et des investisseurs, en affectant en priorité, comme l'a souligné récemment la BRI, les marchés les moins liquides où les risques d'inventaire sont le plus élevés, compte tenu de durées d'inventaire plus longues et de moindres possibilités de couverture⁶.

COMME LA FRANCE, L'EUROPE DOIT RECONNAITRE LA VALEUR DE LA TENUE DE MARCHÉ

LA FRANCE A CHOISI DE PRESERVER LA VIABILITE ECONOMIQUE DE LA TENUE DE MARCHÉ

Si la réalité de l'apport des teneurs de marché est souvent questionnée, c'est que la tenue de marché est mal comprise. Il est vrai que cette activité, qui plonge dans la technicité du fonctionnement des marchés, ne bénéficie pas d'une définition communément admise. En réalité même, la notion de tenue de marché tend de plus en plus en recouvrir des activités très diverses⁷ dont les caractéristiques varient considérablement en fonction de la liquidité de l'instrument d'une part, des modalités habituelles de sa négociation d'autre part. Pour autant, quel que soit son objectif, la finalité de la tenue de marché reste la même : il s'agit de fournir de la liquidité à des utilisateurs finaux agissant à des fins d'investissement, de financement ou de couverture.

L'utilité de la tenue de marché s'est ainsi trouvée au centre des débats qui ont conduit à l'introduction d'une taxe sur les transactions financières d'une part, à la séparation bancaire d'autre part. L'un des axes forts de l'une et l'autre réforme a en effet été l'identification des activités considérées « utiles » car servant la satisfaction des besoins des clients que sont les investisseurs et les entreprises, par opposition à celles qualifiées de « spéculatives » car jugées guidées d'abord, sinon exclusivement par l'intérêt économique de la personne qui les mène. Or, s'agissant d'une activité qui engage le compte propre de celui qui la mène, la tenue de marché est apparue à certains de nature à estomper la frontière entre activités « utiles » et activités « spéculatives ».

Au regard toutefois de l'enjeu qu'elle présente, le choix opéré a été de maintenir la viabilité économique de l'activité de tenue de marché lorsqu'elle est menée au profit des clients. A cet effet, et de façon totalement indispensable, il a été jugé que certaines transactions nécessaires à l'activité de tenue de marché devaient être préservées et bénéficier du même traitement que la transaction client qu'elles permettent, qu'il s'agisse des transactions réalisées en déboucement (transactions inverses), en couverture (par utilisation de dérivés ou réalisation de transactions sur l'instrument sous-jacent) ou à des fins d'inventaire.

⁶ Ces différents éléments ont été précisés par le CGFS de la BRI dans son Rapport de novembre 2014, *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications*.

⁷ La constatation que la tenue de marché a été appréhendée diversement par différents textes au regard des besoins que chacun cherche à couvrir, qu'il s'agisse de besoins de marché (règlement Ventes à découvert, directive MIF, ...) ou de besoins fiscaux (TTF française, SRDT britannique, ...) a certainement contribué à cette situation. A chaque fois, compte tenu de l'intérêt présenté par la liquidité qu'ils apportent au marché ou à leurs clients, il s'est agi d'exonérer les acteurs qui exercent cette activité de certaines contraintes, voire de leur accorder certains avantages pour tenir compte des risques qu'ils prennent.

IL EST IMPERATIF QUE L'EUROPE FASSE DE MEME

Aujourd'hui, les réflexions en cours au niveau européen sur la séparation des activités bancaires d'une part, la mise en place d'une taxe sur les transactions financières d'autre part, renouvellent la nécessité d'une bonne compréhension des enjeux liés à la tenue de marché. Comme en France, un axe fort de ces réflexions concerne en effet l'identification des activités « utiles » par rapport aux activités « spéculatives », avec comme point nodal des réflexions le traitement de l'activité de tenue de marché.

Si l'on ne peut que souscrire à la volonté d'assurer que la définition de la tenue de marché n'inclue pas indûment les activités « spéculatives », simultanément, il est crucial de ne pas poser une définition trop étroite qui, réduisant par précaution le périmètre de la tenue de marché (en ne la considérant comme légitime que si elle est effectuée dans le cadre d'une plateforme multilatérale), déséquilibrerait le modèle économique de cette activité. Il est également essentiel de prévoir que les transactions réalisées en déboucement (transactions inverses), en couverture⁸ (par utilisation de dérivés notamment) ou à des fins d'inventaire bénéficient du même traitement que celui accordé aux transactions de tenue de marché elles-mêmes (qu'elles interviennent face aux clients ou sur plateformes). Si ces deux conditions ne sont pas réunies, l'Europe détruira inévitablement le modèle économique d'une activité dont les réformes prudentielles augmentent déjà sensiblement le coût en fonds propres alloués. La conséquence immédiate sera de restreindre les services que les intervenants concernés apportent à leurs clients et au-delà, au marché, au détriment de l'intérêt des uns et de l'autre, et particulièrement de la capacité du marché à jouer son rôle de financement et de couverture des risques des entreprises.

Alors que les discussions en cours s'appuient sur une définition européenne de la tenue de marché inadéquate car donnée dans le contexte très particulier, et très sensible à l'époque, de l'adoption du règlement sur les ventes à découvert, il convient en particulier de s'assurer :

- ✚ Que la réforme structurelle du secteur bancaire européen n'emporte pas la filialisation des activités de tenue de marché au service des clients.
- ✚ Que ces activités sont exonérées de taxe sur les transactions financières quel que soit le périmètre qu'elle couvrira et la forme qu'elle prendra.

Par ailleurs, il est indispensable que la déclinaison européenne des règles prudentielles édictées dans le cadre du Comité de Bâle n'aboutisse pas à contraindre encore plus l'activité de tenue de marché. Ce point est particulièrement important s'agissant de la mise en application, en Europe, des règles relatives au ratio de liquidité à un an (« *Net Stable Funding Ratio* »)



⁸ Etant souligné que les opérations de couverture dépendent de la politique de gestion des risques propre à chaque établissement, elle-même mise en œuvre par rapport aux divers risques auxquels il se trouve confronté. Il en résulte que pour permettre son optimisation, la couverture n'est pas nécessairement effectuée au niveau de chaque opération mais est plus fréquemment appréciée et gérée par rapport aux risques propres à une activité ou un ensemble d'activités.

BIBLIOGRAPHIE

Rapports et avis

- *Avis de la Banque centrale européenne sur une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à des mesures structurelles améliorant la résilience des établissements de crédit de l'UE*, BCE, 19 novembre 2014
- Groupe de travail présidé par Denis Beau, « *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications* », Committee on the Global Financial System, CGFS Papers No 52, novembre 2014, Banque des règlements internationaux
- *Rapport annuel 2014*, Office of Financial Research, décembre 2014
- *Financial Stability Review*, Banque centrale européenne, novembre 2014
- *Impact of Bank Structural Reforms in Europe*, rapport PwC pour l'AFME, novembre 2014

Articles

- Jean-Edouard Colliard et Peter Hoffmann, « *Sand in the Chips? Evidence on Taxing Transactions in Modern Markets* », juillet 2013
- D. Duffie: « *Market Making Under the Proposed Volcker Rule* », Report to the Securities Industry and Financial Markets Association, janvier 2012
- A.V. Thakor, A.V., « *The Economic Consequences of the Volcker Rule* », Center for Capital Markets Competitiveness, été 2012



MARKET MAKING KEY FOR EFFICIENT MARKETS THAT FINANCE ECONOMIC ACTIVITY

Market making is too often misunderstood owing to its technical nature. But it is a key issue for both primary and secondary markets in three major asset classes: equities, bonds and derivatives, both on organised platforms and over the counter.

- Market making is a crucial tool for financing governments and corporates.

One outcome of the capital adequacy standards adopted in the aftermath of the financial crisis is that the funding model for the European economy is increasingly slanted towards market financing instead of bank credit. That companies are now turning increasingly to bond markets is enlightening in this respect.

True, fund raising takes place on the primary market, but the related pricing conditions (i.e. the cost of capital) depend heavily on the efficiency of the secondary market. When investors calculate the risk premium they demand for investing in a bond, they pay particularly close attention to the liquidity of the secondary market. It is this factor that determines whether they can sell their holding quickly, when they choose and at a price that adequately reflects market fundamentals. Investors buying assets in the secondary market make the same calculation.

As such, market making is key to ensuring a liquid secondary market in equity and debt. Contrary to common belief, liquidity, meaning when buying and selling interests meet, does not occur spontaneously. In consequence, the market maker's role is to create a liquidity bridge between the investors by using its balance sheet to execute transactions on its own account.

- The secondary sovereign and corporate bond markets operate almost entirely as a result of market makers. Accordingly, many governments have appointed market makers as primary dealers – such as France *Spécialiste en Valeurs du Trésor* – to improve the management of their sovereign debt.
 - The secondary equity market is naturally more liquid and organised around a model based on matching buyer and seller interests. But this market, too, needs market makers to function efficiently. Not only do market makers ensure that trading platforms operate smoothly, they are the only ones capable of handling trades that are too big to be absorbed naturally.
- Market making is also essential part of a risk hedging service, both for economic agents (currency risk, interest rate risk, commodity price risk, etc.) and for investors (interest rate and portfolio risk). As with equity and bond markets, this is done by supplying liquidity to those wanting to buy or sell. But it is also made possible by market makers' ability to tailor their products to the specific risk management needs of these market participants.

Market making involves proprietary activity by financial institutions and thus is often grouped with purely speculative activities, which have become highly controversial. And yet, when done for the benefit of clients or the market itself, it is unarguably legitimate.

Furthermore, in its recent financial reforms (the financial transaction tax and separation of certain banking activities) France joined the large number of countries who now recognise the importance of market making with respect to the service it provides to issuers and investors.

As these same issues come under discussion at European level, it is vital that market making be recognised as useful, both for clients and for markets, in order to ensure that an activity which serves the interests of issuers and investors does not disappear. As such, it is important for these discussions to be based on a clear vision of market making and all of its various aspects, from the inventory building stage to risk management using hedging transactions, on trading platforms as well as over the counter. That is why AMAFI has drawn up the following annex.



ANNEX

MARKET MAKING: PRACTICAL IMPLICATIONS AND CHARACTERISTICS

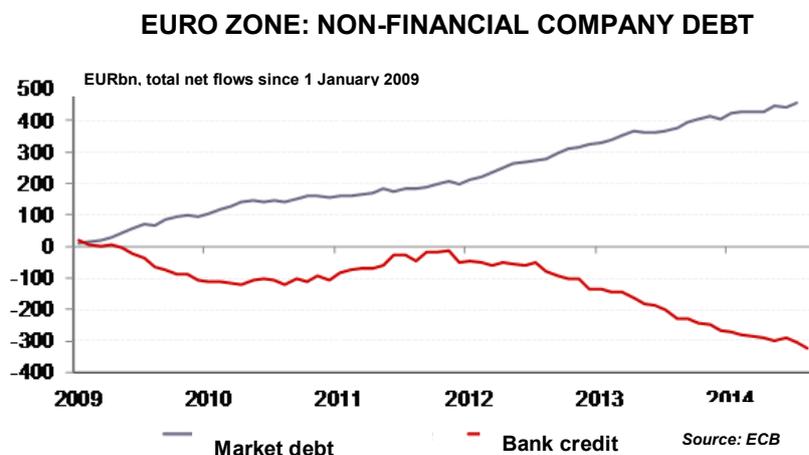
MARKET MAKING IS USEFUL TO THE ECONOMY

Market making is performed by financial institutions to help the economy function properly. Much more than a mere profit-seeking activity, it helps governments and corporates to meet their financing needs and also enables them, along with investors, to hedge risk.

MARKET MAKING, A TOOL FOR FINANCING GOVERNMENTS AND FIRMS

A financing model that is shifting increasingly towards the market

In Europe generally, and France in particular, the economic financing model is changing radically. Owing to the capital adequacy standards put in place or being drafted in response to the excesses of the financial crisis, the system of financing the European economy is starting to look much more like the one in the USA, where nearly 80% of financing is disintermediated. The change is already under way, with firms realising that they need to diversify their funding sources. Developments on the bond market – a direct substitute for bank credit – are indicative of the underlying trend: French non-financial companies' level of outstanding debt securities doubled between 2008 and the end of the second quarter of 2014.



Furthermore, in light of these developments, the French government has recently taken or encouraged measures to make market financing smoother from both a supply and a demand standpoint, since one cannot exist without the other (*see inset next page*).

The same concern can be seen at the European level, prompting the Capital Markets Union project launched by the new European Commission in summer 2014¹.

¹ Speaking to the European Parliament on 15 July, Jean-Claude Juncker said, "Over time, I believe we should complement the new European rules for banks with a Capital Markets Union. To improve the financing of our economy, we should further develop and integrate capital markets. This would cut the cost of raising capital, notably for SMEs, and help reduce our very high dependence on bank funding. This would also increase the attractiveness of Europe as a place to invest."

No separating the secondary and primary markets

For market financing to work at the lowest cost to firms, primary market investors need to know that the secondary market is efficient, i.e. that it is liquid enough for buyers and sellers to trade as smoothly as possible. Investors can never be certain of holding primary issues to maturity (especially since equity can be “perpetual”). Accordingly, their appetite, as well as the prices of the assets they invest in, depends directly on the ease of finding potential buyers when they want to divest. The rationale is the same for secondary market buyers, who will later find themselves in the same position. Thus, secondary market liquidity is what allows firms, governments and local authorities to obtain financing at the best possible cost, without having to factor in an exorbitant risk premium.

Secondary market liquidity is not just important for investors individually; it is also a key ingredient in the market’s price-discovery function. In other words, the larger the number of trades, the greater the likelihood that the resulting prices will reflect market fundamentals.

Numerous French initiatives to stimulate market financing

2013

- January: BPI France created
- May: EnterNext launched
- July: Novo funds launched
- August: Investors allowed to invest in securitisation funds; mutual insurers to be included from end-2014

2014

- January: Exceptional amortisation over five years for firms investing in innovative SMEs
Euro-croissance and Vie-génération insurance policies created
Treatment of capital gains on securities simplified and reduced
SME share savings plan created, and share savings plan cap raised
- March: Euro PP charter published
- May: Legal framework established for participatory financing
- Sept.: Ricol taskforce aims to determine how to allow supplemental pension funds to reallocate €5bn to financing SMEs and intermediate-sized firms

These market-determined prices allow entities, chiefly firms, intent on carrying out their plans to see the value-enhancing effects of their assets and strategies, set their cost of capital (the price at which they can raise fresh funds), and determine the price at which they might make an acquisition or even become a take-over target. That same price also allows small investors to appreciate the value of their holdings.

Numerous factors influence market liquidity. The size of the issue, naturally, but also whether intermediaries play an active role in “distributing” the issue to investor clients², whether there is a long-term investor relations strategy, and whether a liquidity contract has been arranged (in an order-driven market)³. But more importantly, market making plays a special role that must not be underestimated.

Market making contributes liquidity to equity and debt securities markets

The equity and debt markets (i.e. shares and bonds) are the ones to consider when it comes to financing governments and firms. Market making is pivotal to the orderly operation of bond markets, and also plays an important role in equity markets. In Europe, the number of unique debt issues⁴ is tiny compared with equities, at around 150,000 for the former and 7,000 for the latter.

[The secondary bond market for government and corporate securities operates almost entirely through market making.](#)

² Notably by publishing financial research: a recent study showed that there is a link between analyst coverage and cost of capital (*The Real Effects of Financial Shocks: Evidence from Exogenous Changes in Analyst Coverage*, F. Derrien and A. Kecskés, upcoming in *Journal of Finance*).

³ In this respect, see the AMAFI standard liquidity contract form (*AMAFI / 09-21a and b*).

⁴ Meaning cases when the newly issued securities do not share characteristics with those already in circulation.

For an individual issuer, bond markets comprise multiple issues (called tranches), which usually have different characteristics, notably with respect to maturity and rate of interest, and so are not fungible. As a result, apart from a few government or corporate bonds, the inherent liquidity of each tranche is weak, especially outside the three key periods during which a material increase in liquidity is typically observed, i.e. the days and weeks following an issue, just prior to redemption, and whenever an event occurs that affects credit generally (a yield curve shift, for example) or the specific issuer (rating change, etc.).

Investors fall into one of three categories: those who can hold an asset from issuance to redemption; those who cannot but who know their investment horizon; and those who do not know how long they will hold the asset. The share of investors in the first category can vary. While it often depends on the product's life span and maturity, no investor can guarantee beforehand that he will never need to cash in the investment before it matures. Thus, even if they start out with a buy-and-hold strategy, all investors need to know that there is an active, liquid secondary market where they can cash in their holding if need be. This is especially true of professional investors, such as collective investment schemes, insurance companies, mutual insurers and pension funds, which account for the bulk of the bond market, since the regulations governing them either forbid them from holding more than a set portion of their assets in somewhat or completely illiquid securities, or require that they significantly increase the capital adequacy buffers related to ownership.

Without the ability to ensure secondary bond market liquidity, the financing of the economy would depend on just a handful of investors that are able to hold assets until maturity regardless of the circumstances. The result for issuers would be an immediate increase in their cost of capital: on the one hand, demand would decline because only a small number of investors would be interested in their issues; and on the other, investors would require a high risk premium to offset the lack of liquidity.

This is why, in practice, for an issuer to contract with a financial institution to place its securities, the institution must pledge to ensure liquidity in the secondary market by making a market. In this respect, issuers – both firms⁵ and governments – see market making as an essential part of good debt management. This is also why the ability to make a market is one of the essential criteria for obtaining primary dealer status.

The secondary market for equities is naturally more liquid and now largely based on an order-driven model in which buyers and sellers exchange information either permanently (continuous quotation) or at regular intervals (call auction). Nevertheless it cannot operate efficiently without market making.

**Primary dealers: market makers
in the service of financing the government**

France recognises the usefulness and importance of market makers when it comes to their ability to ensure optimal financing conditions. When it issues debt, it does so via a group of French and foreign banks known as primary dealers (*Spécialistes en Valeur du Trésor*, or SVTs), whose rights and duties are laid out in a charter signed with the government. SVTs act as market makers, with the government selling the debt it issues exclusively to the institutions, which are then responsible for distributing the debt to investors under conditions stipulated in the SVT Charter. Equivalent institutions (primary or authorised dealers) can be found in most countries.

Furthermore, the vital nature of this activity has been recognised, as discussions on separating certain activities within banks aimed solely at generating a profit for the bank's own account (regulated under the Barnier Act) have seen fit to include an exemption for activities related to sovereign debt.

However, there has been no explanation why a service that is vital to governments is any less so for firms, especially considering the market in their debt securities is generally less liquid.

⁵ Research confirms this analysis: in the context of the debate surrounding banking separation, see notably *Market Making Under the Proposed Volcker Rule*, Report to the Securities Industry and Financial Markets Association; and Thakor, A.V. (2012) *The Economic Consequences of the Volcker Rule*, Center for Capital Markets Competitiveness, Summer.

This is firstly true for all transactions that exceed the market's natural absorption capacity, in other words, trades that exceed the typical market volume. By transferring risk to the market maker, the investor can know the trade price with certainty and without being exposed to the detrimental price movement, or market impact, that the trade will inevitably cause. But in addition to this individual advantage, the market maker is also working in the general interest, because its activity benefits the market as a whole. Both the community of other investors and, indirectly, the issuer are spared the consequences of the price shift caused by a sizeable transaction.

This is also true of the activity known as facilitation, whereby a financial institution belonging to one or more multilateral trading facilities helps clients execute their orders. In doing so, the institution supplies its clients, when they request it, with liquidity over and above what is immediately present on the market by using its own account for the part of the order which, owing to its size, cannot be executed in short order on the platforms for which it is a member. The goal here is the same as above: prevent the market effect the client would otherwise have experienced.

Lastly, because buyers and sellers are not always present simultaneously to deal in equivalent quantities, particularly when a security has naturally weak liquidity, order-matching markets have been developing market making contracts for several years. These set the conditions under which market members undertake to intervene to buy or sell specified minimum quantities. With the liquidity they supply "to" the market on which they operate, market makers help investors either by creating a bid-ask spread or narrowing an existing one, ultimately reducing volatility.

MARKET MAKING IS A TOOL FOR HEDGING RISK AND OFFERING CUSTOMISED PRODUCTS

Market making also plays a widely acknowledged role in derivatives markets, which operate as indirect financing markets since they allow risk hedging by economic agents (currency risk, interest rate risk, commodity price risk, etc.) and investors (interest rate and portfolio risk). Furthermore, investors' ability to hedge their portfolio risk directly affects their appetite for investing in primary and secondary markets for equity and fixed income.

Market making is a response to the risk management needs of firms and investors

To minimise the repercussions of markets moving contrary to expectations, industrial and commercial firms today seek to hedge the risks inherent in their business activities, chiefly the risk of commodity price movements, currency risk and interest rate risk. For the same reasons, investors look for ways to hedge

Client-specific derivatives and active hedging management

Signing a contract with a client for a derivative that meets its specific hedging needs (currency risk, interest rate risk for an insurer, etc.) implies that the financial institution will actively manage the hedge.

This consists in making daily trades to adjust risk by buying or selling underlying instruments.

Without active management of the hedge, it would be impossible to offer clients protection under all circumstances, only when market levels allowed it. The result would be that clients would be forced to bear unwanted risks, leaving them subject to their economic costs.

the risks related to their investment strategies. The challenge in both cases is to minimise the additional cost resulting from the hedge.

One of the most efficient ways to hedge these risks is to use derivatives. Sometimes, hedging can be done using the standardised products available on organised derivatives markets. But in many cases, those products do not adequately match a highly specific need, especially when the client is a corporate. As a result, financial institutions develop and "issue" products specially designed to cover their clients' specific risks.

However, by their very nature, the risks that a firm or an investor faces are not set in stone at a single point in time: they evolve in line with changing economic conditions, whether in the client's sector or in the broader economy. Consequently, risks must be managed dynamically, meaning that investors have to be able to sell their instruments prior to maturity so that, if need be, they can replace them with products matching the new situation.

One important aspect of investors' appetite to acquire such products (*including widely distributed products, see inset*) is the certainty that they can be sold before maturity. In practice, this assumes that the "issuing" financial institution undertakes to act as a market maker, ensuring secondary market liquidity for the issued products. For products issued in response to specific needs, a secondary market as such is impossible; in reality, therefore, the institution pledges to "redeem" the "issued" product from the client under certain conditions. In these cases, competition among market makers does not occur at this point, but rather at an earlier stage, when firms and investors issue requests for proposals to several financial institutions. At that point, the ability to unwind the position prior to the product's maturity is one of the key components of this proposal.

**Market making
and widely distributed derivatives**

Among financial instruments, certain so-called structured products issued by financial institutions and designed to meet the needs of investors can be distributed widely, such as certificates, warrants and ETFs.

As with specific-purpose products, the certainty of being able to sell such instruments prior to maturity has a significant bearing on investor appetite. By undertaking to perform a market making function and ensure secondary market liquidity, the financial institution ensures that there is an active secondary market.

KEY CHARACTERISTICS OF MARKET MAKING

MARKETS ARE MADE ON TRADING PLATFORMS AS WELL AS OVER THE COUNTER

Through market making, the interaction between buyers and sellers can be synchronised, thereby increasing liquidity regardless of where the trade is executed. In practice, furthermore, market making is both on trading platforms and over the counter.

Historically, multilateral trading platforms (regulated markets and multilateral trading facilities) have existed principally on the equity segment, where they play an important role in providing market structure. In the derivatives segment, they cover standardised contracts and options, while on the bond segment, they have recently begun to develop for certain products.

Market making on platforms

While the quote-driven market model is intrinsically built around market makers competing with each other, it has long been acknowledged that the market making function is equally important in order-driven markets. The economic efficiency of a price given by an order-driven market model increases with the volume of purchases and sales that are matched, which assumes in particular that an attempt is made to reduce as far as possible any imbalance between buying and selling. Thus, to supply additional liquidity, and to reduce the situations in which buyers and sellers are not present at the same time for similar quantities, market participants using multilateral platforms have for quite some time now considered it useful to allow market makers to use their order book for orders that meet certain price and quantity conditions, giving them certain pricing advantages in exchange for the obligations they take on as a result. Following the same principle, these same platforms also offer mechanisms by which market makers respond to requests for quotes from investors.

On-exchange and over the counter: the balance is shifting

In the past, the market's price-setting function has taken place on "exchanges", which have long allowed investors* to trade equity and debt (shares and bond), as well as commodity derivatives and, for the last 30 years or so, financial derivatives.

However, the reality today is very different. Exchanges, which have become regulated markets, no longer have a predominant share, measured by either volumes** or products, of trading in financial instruments designed to meet financing needs or manage economic risks. The reasons for this development differ considerably from one market segment to the next.

▪ Derivatives

While markets for commodity derivatives are among the oldest exchanges in the world, financial derivatives markets, which now account for a huge share of this segment, developed much later. In general, when it comes to risk management products, the challenge is to cover potentially diverse needs as precisely as possible. This is never entirely possible using products that are standardised, a requirement for exchange-based trading. As a result, a sizeable over-the-counter market has grown up to meet the firms' and investors' specific needs as closely as possible.

▪ Bonds

Long exclusively dependent on exchange trading, the bond market has seen the bulk of trading shift off-exchange since the 1980s. This came about under pressure from governments, which substantially increased their debt issuance and wanted to reach out more to international investors, the only ones capable of matching sovereign needs, which meant breaking out of the national frameworks in which most exchanges of that era were ensconced. These days, while there are still bond markets that exist in the form of exchanges (notably in Italy), in reality they are mainly used to serve a particular clientele and their trading volumes are marginal.

▪ Equity

Until very recently in many European countries, notably France, the equity market was basically organised around exchanges that had a legal monopoly. And yet, the central trading system created by these exchanges mainly handled small orders, with large (or "block") trades taking place outside the central system between intermediaries under special pricing conditions set by the exchange. The challenge, both for the investor in question and for all investors and the issuer, is to make sure these trades do not unduly influence the price-formation process, as the absorption of a large trade within a central order book inevitably creates price movements called "market impact".

Since 2007 and the entry into force of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), one of the main goals of which was to foster competition among the three major forms of trading (regulated markets, multilateral trading facilities and over the counter), OTC volumes have risen gradually. The trades executed outside of the central order book now include not only large blocks, but also smaller orders. This development is the direct result of the development of internal order-matching systems created by financial intermediaries to fulfil the MiFID best execution obligation while also seeking the best economic equilibrium for their activity in accordance with the enhanced competition objective cited above.

Today, transactions in derivatives, bonds and equities are split between regulated markets, multilateral trading facilities and OTC systems. This balance is clearly shifting, with the share of on-exchange trading rising substantially***. Even so, there is no questioning the usefulness of OTC trading to meet the specific needs that gave rise to them in the first place.

* Commodity derivatives markets are among the oldest known markets in the world, dating back to Antiquity. "Exchanges" first appeared in the Middle Ages. However, the "modern" history of financial markets did not really begin until about two centuries ago.

** In 2012, Deutsche Börse, the London Stock Exchange and NYSE-Euronext had less than 35% of the market in the stocks making up their primary indices.

*** Clearing of derivatives trades under the European Market Infrastructure Regulation, review of MiFID, one of the goals of which is to mandate the use of trading platforms for bonds and certain liquid derivatives.

Originally developed on derivatives platforms, the market making function subsequently spread to other cash platforms, meaning essentially equities.

For these platforms, market making has advantages both for illiquid and for liquid securities:

- ✚ For low-liquidity securities, a bid-ask spread is maintained in the order book, providing a reference price for investors who want to trade;
- ✚ For liquid securities, the existing spread narrows, thus lessening price distortion among trades in a single instrument at different locations, reducing temporary imbalances between buyers and sellers and ultimately avoiding unnecessary volatility.

Over-the-counter market making

Market making has also developed outside of multilateral trading facilities in a market context where OTC trades have been equally important, if not more so. Stemming directly from the MiFID goal of fostering competition among trading formats, OTC market making concerns instruments that are also traded on platforms (equities, standardised derivatives and some bonds). But it also concerns instruments that can only be traded over the counter (bonds, customised derivatives, etc.) because they have low liquidity and are ill-suited to trading on a multilateral platform.

Some recent regulations, such as MiFID 2 and the Short Selling Regulation, have tended to narrowly define market making activities, limiting them to platforms. This is not consistent with the real nature of these activities, which support trading in instruments both on- and off-platform.

COMPONENTS OF THE MARKET MAKING BUSINESS MODEL

The market making business model has several characteristics unique to the institutions that practise it. These include a substantial clientele to ensure sufficient information, a balance sheet large enough to take positions, continuous access to several markets for the purposes of financing and hedging, among others, and the expertise needed to supply competitive price quotes, even in times of high volatility.

However, the typical market maker has two main sources of revenue:

- ✚ Facilitation revenues from the bid-ask spread, which the market maker uses to pay itself and from which execution costs are subtracted;
- ✚ In cases where a counterparty cannot immediately be found, inventory revenues, which stem from changes in the value of inventoried assets and any income they may generate (dividends and interest), minus financing costs, cost of capital and hedging costs.

Inventorying is indispensable

The services provided to investors imply that the market maker is not merely a passive agent, acting solely in response to client requests. It must also anticipate their future needs.

Just like a shopkeeper maintains an inventory in order to be ready when clients appear, market makers anticipate client demand and, based on the economic interest they see in price levels and their capacity for offering clients products at a price that will appeal to them, seize opportunities that come along. This inventory activity is an important component of the business of over-the-counter market making.

Furthermore, the European Central Bank recognised that inventorying is a part of market making in its opinion on the proposal of bank structural reform (« *Market making is sometimes also carried out in anticipation of client business* »).

This view is shared by the European Securities and Markets Authority (ESMA), for which inventorying falls squarely within the business of market making. The guidelines published 4 April 2013 (ESMA/2013/7) on the European Short Selling Regulation specify: "An entity dealing as principal in anticipation of client orders or requests expected to materialise in the near term can benefit from the market making exemption to the extent that the anticipated hedging is necessary for the performance of actual market making activities and is not carried out on other grounds, such as speculative."

The size of the bid-ask spread (and hence the cost to the investor) upon which the market maker takes a position depends on several factors.

- ✚ The first is the estimate of the various costs entailed. This estimate tends to be lower if the market maker thinks it can find a counterparty quickly, or if the inventory costs, which depend partly on regulatory constraints (cost of capital) and derivatives markets (hedging), are low.
- ✚ The bid-ask spread proposed also depends on how much risk the market maker is taking, measured in particular by calculating value at risk (VaR), which helps determine the optimal inventory and adjust the bid-ask spread to reach that optimal level.
- ✚ The spread depends on each market maker's risk appetite for a given financial instrument and is measured directly by the level of capital earmarked for the activity.

These factors are internal to each institution – for instance the willingness to dedicate capital to the activity and the risk calculation method used – but also have an external component (capital adequacy requirements, ability to hedge positions, etc.). Taken together, they determine not only the financial institution’s willingness to perform market making activities, but also the price, i.e. the width of the spread, at which they are prepared to deal with investors.

Given that the market making business model has already been undermined by the sharp rise in the cost of capital of these activities, it is important to protect the current equilibrium. Otherwise, the number of market makers could decline still further. This would be detrimental to issuers and investors and would take the heaviest toll – as recently pointed out by the BIS – on the least liquid markets, where inventory risks are the highest owing to longer warehousing periods and fewer hedging options⁶.

LIKE FRANCE, EUROPE MUST RECOGNISE THE VALUE OF MARKET MAKING

FRANCE HAS OPTED TO PROTECT THE ECONOMIC VIABILITY OF MARKET MAKING

That market makers’ real contribution is often questioned is due to a misunderstanding of what they do. Admittedly, there is no commonly accepted definition of market making, which is bound up with intricacies of how markets operate. And in reality, the concept of market making increasingly covers a highly diverse range of activities⁷ with characteristics that differ widely depending on the liquidity of the instrument in question and the conditions under which it is typically traded. Regardless of its goals, however, the end result of market making remains the same: it is a way of supplying liquidity to end users for the purposes of investment, financing or hedging.

The usefulness of market making was a key topic in the debates that in France led to the creation of a financial transaction tax and the separation of certain banking activities. One of the major themes running through both of these reforms was the need to distinguish activities considered “useful”, in the sense that they serve the needs of client firms and investors, from those deemed “speculative”, meaning those pursued primarily if not exclusively in the economic interest of the person performing them. Because market making involves using the institution’s own account, it came to be seen by some as blurring the line between “useful” and “speculative”.

However, considering the issues at stake, the decision was made to protect the economic viability of market making done for the benefit of clients. To this end, authorities deemed that certain transactions necessary to market making should be protected and benefit from the same treatment as the client transactions they make possible. This indispensable choice was applied equally to counter trades, hedging transactions (using derivatives or performing trades in the underlying instrument) and transactions made for inventory purposes.

⁶ This was clearly spelled out by the CGFS of the BIS in its November 2014 report, *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications*.

⁷ The realisation that market making has been understood differently in different legal texts depending upon the needs that each seeks to cover, for example market considerations (Short Selling Regulation, MiFID, etc.) or tax considerations (financial transaction tax in France, SDTT in the UK, etc.), has certainly contributed to this state of affairs. In each instance, given the economic interest of ensuring liquidity to markets or to clients, the aim has been to exempt institutions that practice this activity from certain constraints, or even to grant them certain benefits to offset their risk taking.

EUROPE MUST FOLLOW SUIT

While wholly endorsing the view that the definition of market making ought not include unduly “speculative” activities, at the same time it is vital that the activity not be defined too narrowly. Overly limiting the scope of market making as a precaution (considering that only activities carried out on a multilateral platform are legitimate) would jeopardise this activity’s business model. It is also vital to make sure that counter trades, hedging transactions⁸ (using derivatives, notably) and transactions made for inventory purposes are treated the same as market making transactions (whether they are made with clients or on platforms). If these two conditions are not met, Europe will destroy the business model of an activity whose costs in terms of capital requirements have already been raised significantly by prudential reforms. The immediate consequence of such a decision would be to restrict the services that market participants can provide to their clients and, beyond that, the market, which would be detrimental to the interests of all involved, and particularly detrimental to the market’s ability to play its role in financing firms and hedging their risks.

Considering that the current debate is based on an inadequate European definition of market making adopted in the highly specific – and highly sensitive at the time – context of enacting regulations governing short selling, it is of the utmost importance to ensure that:

- ✚ The structural reform of the European banking sector does not lead to the spinning off of market making activities that serve clients.
- ✚ These activities are exempt from the financial transactions tax, regardless of the scope or shape that the reform ultimately takes.

Furthermore, it is vital that the European version of the capital adequacy rules laid out by the Basel Committee does not lead to greater restrictions on market making activity. This point is particularly important with respect to the implementation in Europe of rules related to the Net Stable Funding Ratio.



⁸ Hedging transactions depend upon the specifics of each institution’s risk management policies, which are themselves adopted in response to the various risks the institution faces. As a result, to optimise coverage, hedging is not necessarily done for each individual transaction. More often, needs are assessed and managed in relation to the risks inherent in an activity or group of activities.

BIBLIOGRAPHY

Reports and opinions

- *Opinion of the European Central Bank on a proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on structural measures improving the resilience of EU credit institutions*, ECB, 19 November 2014
- Study Group chaired by Denis Beau, « *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications* », Committee on the Global Financial System, CGFS Papers No 52, November 2014, Bank for International Settlements
- *Annual Report 2014*, Office of Financial Research, December 2014
- *Financial Stability Review*, European Central Bank, November 2014
- *Impact of Bank Structural Reforms in Europe*, report by PwC for AFME, November 2014

Articles

- Jean-Edouard Colliard and Peter Hoffmann, « *Sand in the Chips? Evidence on Taxing Transactions in Modern Markets* », July 2013
- D. Duffie: « *Market Making Under the Proposed Volcker Rule* », Report to the Securities Industry and Financial Markets Association, January 2012
- A.V. Thakor, A.V., « *The Economic Consequences of the Volcker Rule* », Center for Capital Markets Competitiveness, Summer 2012

