

LES PRODUITS DÉRIVÉS, ÉLÉMENTS MOTEURS DES STRATÉGIES



Yves Simon

Professeur
Université
Paris IX-
Dauphine

La concurrence des plateformes électroniques et la nécessité de baisser les coûts encouragent les fusions des places boursières. Autre élément, moins mis en avant, pour expliquer les choix des cibles : l'accès aux produits dérivés.

INTERVIEW

■ Quel regard portez-vous sur le rapprochement NYSE Euronext ?

Le NYSE souhaitait disposer d'un accès au marché des dérivés. De ce point de vue, la fusion avec Euronext a été un succès. Le NYSE a d'ailleurs continué dans la même lignée aux États-Unis, avec l'acquisition d'Amex, et en Inde, avec la prise de participation dans le capital du National Stock Exchange of India (NSE) à hauteur de 5%. Ces deux opérations donnent à NYSE Euronext des options supplémentaires sur les marchés à fort potentiel que sont les ETF et les dérivés sur actions. Pour nuancer cela, l'objectif annoncé d'accroissement des introductions en Bourse d'entreprises étrangères est à mon sens un des aspects les moins convaincants de la fusion. Les émissions ne se décrètent pas. Pour que l'on vienne sur Euronext, il faudrait que les avantages offerts par le NYSE Euronext soient supérieurs à ceux du LSE : Paris n'a peut-être pas Sarbanes-Oxley, mais n'a pas non plus les avantages des places de New York ou de Londres.

Le maintien de l'autonomie d'Euronext, et des centres de décision parisiens, est un point positif pour l'industrie financière française. Avec le départ de John Thain, qui s'était engagé sur ce point, il n'y a pas d'assurance sur la pérennité de cet état de fait. L'annonce du rapatriement d'AEMS aux États-Unis n'incite pas à l'optimisme.

■ Il n'y a pas eu d'annonce majeure suite à la fusion entre le LSE et Borsa Italia ; quels sont les atouts de ce nouvel ensemble ?

Il est indéniable que cette opération donne au LSE une surface plus importante, et surtout, un accès aux marchés de dérivés de la place italienne.

Une offre manque aujourd'hui au LSE, celle des produits dérivés. C'est un problème. Sans ces marchés, il ne pourra pas, sur la durée, maintenir sa position d'entité significative par rapport à Deutsche Börse ou NYSE Euronext. Quand le Liffe leur a échappé, les dirigeants ont essayé de créer une Bourse de produits dérivés, mais cela n'a pas fonctionné. La liquidité est telle sur les grands marchés de dérivés qu'une nouvelle Bourse peut difficilement s'introduire en Europe.

On peut attendre également une réduction des coûts, c'est ce qui était recherché. Par ailleurs, il peut être positif pour les Italiens de disposer d'un système électronique performant.

Néanmoins, ces grandes fusions demandent beaucoup de temps pour que les aspects positifs apparaissent. Il est difficile, en particulier, de faire évoluer les parts de marché des Bourses. Cela demande beaucoup de temps pour les marchés de cash, c'est un peu différent pour les dérivés.

■ Vous semblez dire que les produits dérivés sont un élément moteur des stratégies ?

Derrière toutes ces fusions en Europe comme aux États-Unis, l'accès aux marchés dérivés est un élément moteur. On ne l'a pas assez dit lorsqu'on a présenté la fusion entre NYSE et Euronext :



CLASSEMENT

Les 10 premières Bourses de produits dérivés

■ par nombre de contrats échangés (en millions de contrats)

Bourse	Pays	2006	mi-2007
Korea Futures Exchange	Corée	2 475	1 459
Eurex	Allemagne	1 527	971
Chicago Mercantile Exchange Inc (CME)	États-Unis	1 403	820
Chicago Board of Trade (CBoT)	États-Unis	806	496
Liffe*	Royaume-Uni	730	452
Chicago Board Options Exchange	États-Unis	675	426
International Securities Exchange	États-Unis	592	352
Bolsa de Mercadorias & Futuros	Brésil	284	220
BOVESPA	Brésil	288	191
Mercado Mexicano de Derivados	Mexique	275	88

* Appartient au groupe NYSE Euronext.

Source : IFSL, Derivatives 2007, données FIA.

NB : Le CME et le CBoT ont annoncé leur fusion en mai 2007. Le Nymex, 12^e de ce classement, a annoncé au mois de janvier 2008 que des négociations en vue d'une fusion avaient été entamées. Le NASDAQ a conclu l'acquisition du Philadelphia Stock Exchange, 11^e du classement, en novembre 2007. Eurex et l'International Securities Exchange ont également annoncé leur fusion au mois de décembre 2007.

Les volumes de dérivés échangés

■ classement par pays (en millions de contrats échangés)

	2006	mi-2007
États-Unis	4 573	2 784
Corée	2 475	1 459
Allemagne	1 527	971
Royaume-Uni	724	464
Inde	571	411
Brésil	293	210
Mexique	275	98
Chine	222	116
Japon	218	121
Pays-Bas	127	77
Autres pays	884	579
Total	11 889	7 289

Source : IFSL, Derivatives 2007, données FIA.

– il y a plus de valeur ajoutée dans les transactions sur produits dérivés ;

– les marchés de dérivés sont à la base de la gestion alternative, qui se développe aujourd'hui de manière intensive. Pour un grand nombre de stratégies réalisées par les gestionnaires alternatifs et les *hedge funds*, il est indispensable de disposer de ces marchés ;

– les marchés dérivés permettent des stratégies beaucoup plus complexes que sur les marchés du *cash*. En outre, beaucoup de stratégies du marché du *cash* peuvent être répliquées sur les marchés dérivés, à un coût réduit. C'est plus performant, plus rapide, et la liquidité y est plus importante ;

– ces transactions se développent à un rythme régulier et progressif depuis 1970. On disait à l'époque que les volumes échangés étaient exceptionnels. Cela fait 37 ans que ça dure, c'est plus qu'un relais de croissance, c'est au cœur des fusions.

■ La Deutsche Börse vient d'acquérir la plateforme américaine ISE, c'est donc une très bonne opération ?

C'est effectivement très positif pour Deutsche Börse ; le potentiel de l'ISE est élevé parce que l'Eurex cherchait une place significative sur les marchés américains. Ils avaient tenté de le faire via leur filiale Eurex America, qui fut un échec. Cette acquisition ne leur rapporte pas grand-chose en termes de synergies, il s'agit vraiment de la conquête de nouveaux marchés.

L'Eurex est surtout fort dans les taux d'intérêt et les indices. Ils font également depuis peu des *futures* sur actions, avec un grand succès. Mais les options sur actions ne sont pas leur cœur de métier. Ils étaient prêts à mettre le prix fort pour se positionner sur ce marché. Je pense qu'il faut analyser sous cet angle leur prise de contrôle de l'ISE, à un prix élevé.

Ceci étant, ils doivent avoir beaucoup de regrets d'avoir laissé passer le Liffe et ses dérivés sur les taux d'intérêt court terme.

■ Dans quelle mesure la fusion NASDAQ-OMX peut-elle bouleverser l'équilibre des forces ?

Cela faisait 7 à 8 ans que le NASDAQ cherchait à se positionner en Europe et en Asie du Sud-Est, ils ont eu énormément de déconvenues. Cette fusion présente un bon potentiel. L'OMX est déjà implanté au Royaume-Uni ; il a déjà des instruments sur les actions anglaises, et des produits dérivés sur des instruments britanniques. Avec la force de frappe du NASDAQ, le LSE devrait être le premier touché par cette fusion. À long terme, cette fusion pourrait avoir un impact significatif et bousculer la hiérarchie des trois grandes places européennes.

■ Quels sont les atouts de l'OMX ?

L'OMX est important dans les pays scandinaves, nordiques, baltes, et même un peu au-delà, en Europe de l'Est. En outre, l'OMX s'est rarement trompé dans sa vision stratégique à long terme. Il a très souvent eu un temps

d'avance sur les autres Bourses : alliances, informatisation et automatisation des transactions. Ils ont été les premiers à faire des transactions électroniques sur leurs produits dérivés, avant même le CME.

C'est très probablement la Bourse qui va se développer le plus en Europe, avec l'ensemble Deutsche Börse-Eurex, si la Deutsche Börse n'a pas trop de difficultés avec certains de ses actionnaires et la Commission européenne sur son modèle en silo, et sur le post-marché.

■ Les critiques se font de plus en plus précises sur le modèle en silo, quels en sont les atouts ?

Il faut comprendre que ce modèle est préférable si l'on se concentre sur les produits dérivés. La compensation et la garantie fournie par un *clearing* sont en effet un élément central, stratégique, car c'est là que se trouvent les problèmes. Historiquement, la chambre de compensation du CME a toujours été un département et non une entité juridiquement autonome. Deutsche Börse a fait le même choix, et je pense que ce n'est pas un hasard si l'un et l'autre dominant le marché, et si c'est le CME qui a pris le contrôle du CBoT et non l'inverse. Le CBoT s'était débarrassé de son *clearing* trois années avant cette fusion et avait confié la compensation et la garantie de ses contrats au CME. La fusion des deux Bourses était quasi-inéluctable.

■ Quel avenir pour les Bourses "isolées", qui ne souhaitent pas entrer dans le jeu des opérations de rapprochement ?

Si on accepte d'être une Bourse régionale, on peut vivre correctement : il n'est pas évident, pour les sociétés, que le fait d'être coté sur une Bourse résultant d'une fusion soit nécessairement plus avantageux. Cela réduit certainement les coûts de transaction, mais ne crée pas, en tout cas à court terme, une liquidité supplémentaire. En outre, avec l'informatisation des transactions, il est plus facile qu'avant d'accéder au marché où se trouve la liquidité.

La Bourse suisse est dans l'orbite de Deutsche Börse. Elle possède 50 % de l'Eurex et en tire énormément de profit. Ses dirigeants ont refusé la fusion sur les marchés de *cash* il y a peu de temps, mais si elle devait devenir indispensable, ils la mettraient en œuvre nécessairement avec Deutsche Börse.

Le cas de l'Espagne est un peu différent. La BME dispose d'un très important marché potentiel en Amérique latine. Il est intéressant de voir comment elle essaie d'en

“Les plateformes MTF, avec un modèle de rémunération basé sur la liquidité tout à fait intéressant, devraient gagner des parts de marché au niveau des grosses capitalisations.”

tirer profit avec le LATIBEX, qui est un élément de force des Bourses espagnoles.

Quant aux responsables d'Oslo Børs, dont OMX détient 6,59 %, ils pourront difficilement rester à l'écart du marché créé par le NASDAQ et l'OMX. Cela pourrait pénaliser leurs entreprises et leurs investisseurs institutionnels que de les tenir à l'écart d'un marché régional, au niveau des conditions de financement et d'investissement. Ils n'ont pas le potentiel des Bourses espagnoles ou suisses, ils n'ont pas les mêmes entreprises cotées, et n'ont pas non plus de spécificité.

■ Quelle est, pour les Bourses, l'importance de l'"excellence technologique" ?

La capacité des Bourses à attirer de nouveaux investisseurs dépend en grande partie de leur maîtrise de systèmes reposant sur des algorithmes et de leur capacité à générer et à gérer des volumes de transactions qui vont toujours croissant.

Euronext a été pendant très longtemps à la pointe de la technologie, c'était un argument fort pour justifier l'intérêt du NYSE.

Aujourd'hui, au niveau européen, l'OMX est une très bonne institution de ce point de vue. C'est probablement une des raisons pour lesquelles le NASDAQ, qui est également assez performant sur ce plan, s'est rapproché d'elle. Sur le plan technologique, l'OMX est un concurrent sérieux pour Euronext.

■ On parle beaucoup d'une bataille tarifaire, est-ce réellement si important pour des émetteurs ?

Les Bourses qui fusionnent sont soumises à une concurrence extrêmement dure de la part de leurs concurrents au sens strict, mais également des plateformes MTF comme Chi-X ou BATS. Ces plateformes, avec un modèle de rémunération basé sur la liquidité tout à fait intéressant, devraient gagner des parts de marché au niveau des grosses capitalisations.

Pour les places traditionnelles, cette concurrence entraîne une réduction significative des coûts de transaction qui va peser sur leurs résultats, malgré l'augmentation des volumes. On est loin d'avoir tout atteint, et ce qui va se passer au niveau du post-marché va entraîner de nouvelles baisses tarifaires, tout aussi importantes. Les fusions actuelles des Bourses de valeurs ont dans ce contexte un caractère défensif indéniable. ■

Propos recueillis par Annick Masounave