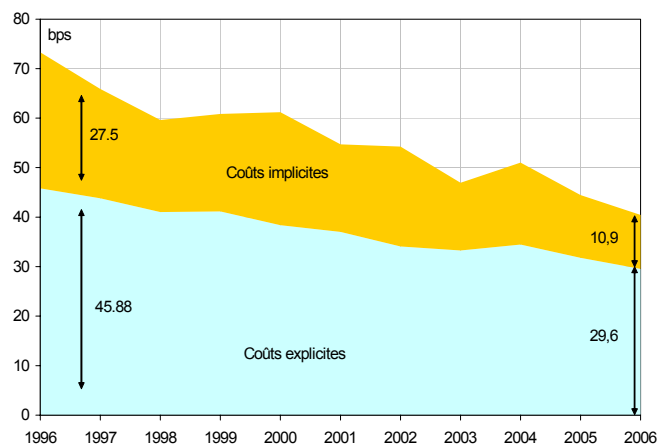


Enjeux de l'entrée en vigueur de la directive sur les marchés d'instruments financiers

- La directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (directive «MIF»), entrée en vigueur au 1er novembre 2007, prévoit la suppression de la possibilité pour les États membres d'adopter une règle de concentration des ordres des investisseurs sur les seuls marchés réglementés. Cette règle, appliquée plus ou moins strictement dans les pays européens, avait pour conséquence la centralisation de la grande majorité des flux vers les marchés réglementés, en particulier Euro-next Paris pour les actions admises aux négociations sur la bourse française.
- Dans les années à venir, le flux d'ordres sera *de facto* fragmenté, en raison de la possibilité d'exécuter les ordres des investisseurs sur les marchés réglementés, mais également sur de nouveaux systèmes électroniques (*multilateral trading facilities*), ou par le recours à un intermédiaire financier qui se portera contrepartie de la transaction en jouant le rôle d'«Internalisateur Systématique», à l'image des teneurs de marché sur le LSE et le Nasdaq, mais intervenant en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF. On estime qu'en France, au moment l'entrée en vigueur de la directive, plus de 10% du volume échangé sur les titres du CAC40 était déjà négocié en dehors du système de négociation d'Euronext et pourrait donc être très rapidement redirigé vers ces nouveaux systèmes de négociations alternatifs.
- La concurrence entre places de négociation, ainsi généralisée au niveau européen, s'inscrit dans un mouvement qui remonte aux années 1970, avec pour conséquence majeure une diminution des coûts de transaction. Les enjeux sont significatifs, puisque les baisses espérées en matière de coût de transaction auront un impact direct sur le coût du capital, de l'ordre de 10% selon certains experts, et viendront soutenir à terme la croissance économique en favorisant l'investissement.
- La fragmentation du flux des ordres peut également induire une réduction de la liquidité des marchés, susceptible au contraire de rehausser ces coûts. Cependant, l'observation d'exemples passés tend à relativiser ce second effet. L'impact reste d'autant plus difficile à anticiper qu'il sera sans doute différent selon le type d'investisseur ou la liquidité du titre.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi.



Source : Elkins-Mc Sherry.

1. La concurrence entre places boursières s'est amplifiée à partir des années 1970 sous l'effet de la déréglementation et des progrès technologiques

1.1 Le renforcement de la concurrence, ...

Aux États-Unis, la déréglementation des marchés financiers a débuté dès 1975 avec la suppression des commissions fixes sur transactions boursières, alors que le mouvement fut plus tardif en Europe. La place de Londres a pris le même type de mesure en 1986 (un mouvement qualifié de *Big Bang*), ainsi que la Société des Bourses Françaises en 1989. Dans toute l'Europe, la directive européenne sur les services d'investissement de 1993 a définitivement attribué un caractère concurrentiel aux activités de négociation en laissant aux professionnels l'organisation du fonctionnement des marchés. L'évolution du métier des bourses traditionnelles et, dans une certaine mesure, l'ouverture des marchés étrangers, ont également favorisé la concurrence :

- La dématérialisation des titres papiers (amorcée en France à la fin des années 1970, et devenue effective en 1984) a considérablement réduit le rôle des institutions qui contrôlaient la chaîne des opérations sur titres, de l'admission à la cote jusqu'au règlement-livraison ;
- l'environnement économique a permis aux investisseurs et émetteurs d'accéder aux marchés étrangers et de réaliser des arbitrages entre places. Avec la suppression du contrôle des changes et des prix dans les années 1970 et 1980, les investisseurs surtout institutionnels ont pu développer une internationalisation de leurs portefeuilles tandis qu'en Europe, l'euro a facilité la comparaison des entreprises de nationalités différentes. Ces deux éléments ont eu un effet positif sur la concurrence entre des bourses autrefois largement tournées vers un marché national.

1.2 ...source de progrès technologique...

La mise en concurrence a conduit à de fortes innovations dans le secteur, et à l'émergence d'acteurs s'appuyant sur de nouvelles technologies. Les entreprises de marché ont cherché à rationaliser leur fonctionnement en passant pour la plupart d'entre elles à des systèmes électroniques, systèmes moins coûteux permettant de réduire largement les interventions humaines, d'accroître la capacité de traitement des ordres et de décentraliser les transactions, faisant disparaître la contrainte de présence physique (fermeture du palais Brongniart en 1998 après la migration du MATIF et du MONEP vers des systèmes électroniques)¹.

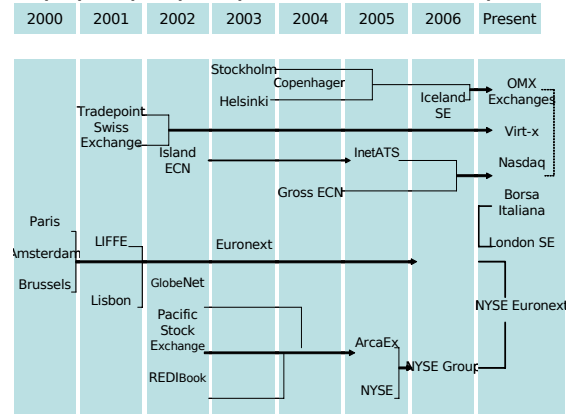
Actuellement, il n'y a guère qu'aux États-Unis que des «parquets» subsistent (*New-York Stock Exchange*, CBOE, CME). Le développement des systèmes électroniques sur la seule partie négociation de titres s'est également concrétisé par la venue de nouveaux acteurs, tels

que les systèmes de négociation électroniques (*Electronic Communication Networks*, ECN) qui sont venus renforcer la concurrence sur les marchés organisés.

1.3 ...a conduit les entreprises de marché à ouvrir leur capital

Pour obtenir auprès d'agents privés les financements nécessaires au développement des systèmes de négociation², les «entreprises de marché» ont modifié leur structure capitalistique en opérant dans un premier temps une «démutualisation» par laquelle elles ont ouvert leur capital, initialement détenu par leurs propres membres. Ensuite, changeant leur statut en celui d'entreprises à but lucratif, certaines se sont introduites en bourse sur leur propre marché, ce qui leur a permis de diversifier encore davantage la structure de détention du capital.

Graphique 1 : principales opérations de consolidation depuis 2000



En Europe, les principales bourses (Euronext, *Deutsche Börse*, LSE) ont été cotées dès 2001. Plus largement, le mouvement se poursuit avec l'introduction en bourse du NYSE en mars 2006, et le projet de cotation de *Borsa Italiana*, ou encore de *Bolsas y Mercados Españoles* (BME). A la fin de l'année 2005, l'OICV-IOSCO³ dénombrait 16 bourses cotées (y compris les compagnies de holding des groupes boursiers, marchés au comptant et dérivés confondus).

La cotation en bourse facilite également les fusions et alliances entre Bourses (Cf. graphique 1). Ces opérations se sont multipliées ces deux dernières années et, après une phase paneuropéenne (Euronext, OMX), les rapprochements se font désormais entre marchés américains et européens (NYSE-Euronext, Nasdaq-OMX), et conduisent à des prises de participation d'investisseurs et bourses des pays du Moyen-Orient (participation de *Borse Dubai* et du fonds du Qatar dans le LSE).

(1) En France, CAC fut lancé en 1986 sur le modèle du système CATS canadien introduit dans les années 1970. Généralement les systèmes électroniques furent plutôt introduits au milieu des années 1990 (1995 pour le Pérou, l'Inde, 1996 pour le Mexique, l'Afrique du Sud, le Luxembourg, Malte, la Suisse, 1997 pour l'Allemagne, le Brésil, Israël, 1998 pour la Hongrie, 1999 pour l'Autriche, Tokyo...).

(2) Le *London Stock Exchange* et *Deutsche Börse* ont chacun dépensé plus de 100 millions de dollars pour mettre en oeuvre leurs systèmes électroniques, respectivement *Sets* et *Xetra* (Cf. Domowitz et Steil, 1999).

(3) OICV-IOSCO, 2006 : «Regulatory issues arising from exchange evolution», *Consultation report*. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV-IOSCO) regroupe les régulateurs des marchés de 27 pays.

Encadré 1 : comparaisons avec la réglementation mise en place aux États-Unis

La *Reg NMS* est entrée en vigueur aux États-Unis à peu près au même moment que la Mifid en Europe. Entre autre, le principe de *best execution* américain s'inspire de ce qui a été mis en place progressivement sur le NYSE en 1981 (*Trade Through Rule*) puis sur le Nasdaq en 1997 (*Order Handling Rule*). Il se concentre sur le critère du prix de la transaction, davantage adapté aux besoins des petits investisseurs.

Ainsi la *RegNMS* risque d'inciter les investisseurs institutionnels à confronter leurs ordres de taille importante sur des systèmes de négociation privés dédiés tels que les *dark pools of liquidity*. En comparaison, la «meilleure exécution» européenne intègre davantage de composantes de la transaction comme la rapidité d'exécution, le volume, etc.

Par ailleurs, vis à vis du système mis en place aux États-Unis, la réglementation européenne devrait limiter le développement de systèmes de négociation privés qualifiés d'opaques outre-Atlantique (*dark pools of liquidity*), susceptibles de dégrader la liquidité sur les marchés réglementés et d'induire une dualité de classes d'investisseurs. En particulier, l'obligation de *pre-trade transparency* apparaît plus restrictive pour les MTFs européens alors que la règle correspondante américaine contraint simplement un système électronique à publier une cotation dès lors qu'il cumule plus de 5% du volume échangé sur un titre (*Liquidnet* a même obtenu une exemption à cette règle).

En théorie, le caractère opaque de ces nouveaux systèmes dégrade le processus de formation des prix qui n'intègre plus les données relatives aux transactions captées par ces systèmes. La mise en place d'algorithmes de trading, qui permettent de sonder en permanence plusieurs places de négociation, peut limiter les effets de la fragmentation, mais une telle stratégie n'est pas accessible à tous les investisseurs.

2. Ces évolutions des marchés ont engendré au cours de la dernière décennie des baisses significatives du coût du capital des entreprises

2.1 Les deux composantes des coûts de transaction...

L'évolution des marchés financiers constitue un enjeu qui dépasse le seul secteur de l'industrie financière, dans la mesure où une amélioration des mécanismes de formation des prix ou un renforcement de la concurrence dans ce secteur se traduira par une baisse des coûts de transaction, réduisant le coût du capital des entreprises.

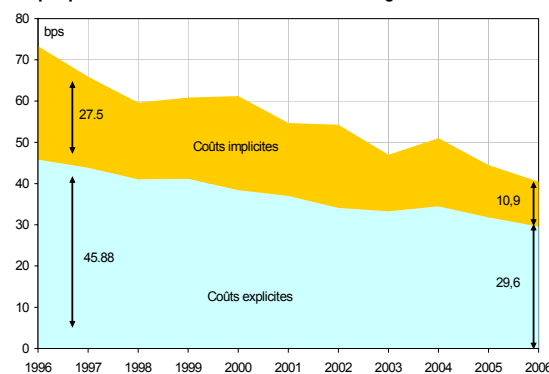
Il est nécessaire de distinguer deux types de coût de transaction :

- **Les coûts directs ou coûts explicites**, qui recensent les coûts subis directement par l'utilisateur lors d'une transaction sur titres cotés. Ces coûts dépendent tout particulièrement de l'organisation des marchés, mais aussi de la fiscalité, et de la concurrence entre les intermédiaires, conditionnée par une régulation plus ou moins contraignante. À Paris, ces frais peuvent être obtenus en consultant l'avis d'opéré reçu après chaque transaction effectuée sur le marché, qui recense les commissions, la TVA et l'impôt de bourse ;
- **les coûts indirects, liés aux conditions d'exécution de l'ordre. Ces coûts qualifiés d'«implicites»** sont moins facilement évaluables et reflètent la «liquidité» du marché⁴. En pratique, au moins deux composantes doivent être prises en compte : la différence entre le prix de vente d'un actif et son prix d'achat («fourchette de prix» qui vient rémunérer et compenser la contrepartie de l'ordre qui apporte la liquidité) et l'impact de la transaction sur les prix (celui-ci sera d'autant plus important que l'ordre est de grande taille et la profondeur du marché faible)⁵.

2.2 ...en baisse depuis les années 1970...

Les coûts de transaction auraient diminué en moyenne de près de 40% depuis 1996 dans le monde selon les données collectées par le cabinet Elkins-McSherry (cf. encadré 2). La principale cause de la baisse des coûts serait l'adoption de systèmes automatisés de négociation, ce qui suggère que cette baisse est probablement engagée à un rythme plus ou moins régulier depuis la fin des années 1970⁶. En effet, les marchés qui fonctionnent sur la base d'un système électronique présenteraient des coûts de transaction moyens, toute chose égale par ailleurs, significativement plus faibles que leurs homologues non automatisés.

Graphique 2 : évolution des coûts de transaction globaux dans le monde



Note : Les coûts explicites correspondent aux coûts directs. Les coûts implicites ou indirects sont estimés par l'impact de marché et varient inversement à la liquidité.

Source : Elkins-McSherry.

De telles évolutions ont un impact significatif et positif sur la croissance économique. Compte tenu de l'élasticité du coût du capital, une baisse de 40% des coûts de transac-

(4) Pour une présentation plus précise de la notion de liquidité de marché, cf. Bervas (2006) : «La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion du risque», *Revue de la Stabilité Financière* n°8, 67-84.

(5) Idéalement, il conviendrait également de prendre en compte le facteur temps (rapidité d'exécution d'un ordre), mais les meilleures mesures disponibles aujourd'hui n'intègrent que ces deux facteurs.

(6) Les données fournies par Elkins-McSherry ne remontent pas au-delà de 1996.

tion permettrait de gagner près de 7% sur le coût du capital des entreprises⁷. **Dans le cas de la France uniquement, une telle baisse, équivalant à environ 60 points de base, se traduirait selon le modèle Mésange de la DGTPE par une hausse du PIB de 0,2 point à 5 ans.**

La baisse observée serait plus marquée pour les coûts implicites (-55%) que pour les frais et commissions (-30%). Sur la période récente, les coûts implicites ne représenteraient ainsi plus qu'un quart des coûts de transaction. La baisse régulière des commissions et taxes s'explique relativement aisément par les améliorations technologiques, ainsi que par la concurrence croissante que se livrent les intermédiaires. En revanche, l'évolution des coûts implicites est plus difficile à appréhender.

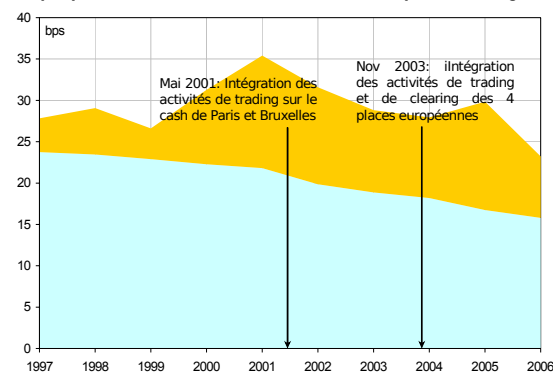
2.3 ... avec un comportement plus erratique de la composante de ces coûts reflétant la liquidité des marchés

La composante implicite, représentée par l'impact de marché, connaît des fluctuations plus erratiques et reste un élément moins «maîtrisable» par les bourses car corrélée à la volatilité des prix et l'activité de marché. Ainsi, une forte dégradation des coûts implicites a été observée durant les années 2000 et 2001, conséquence de la volatilité exceptionnellement élevée à cette période qui rendait difficile l'exécution des ordres aux meilleurs prix. Ce phénomène a été renforcé par le mouvement de ventes massives observé à cette époque, les ventes étant empiriquement plus coûteuses que les achats⁸.

Après la forte hausse des années 2000 et 2001, le niveau des coûts implicites sur Euronext redescend progressivement vers son niveau de la 2^{ème} moitié des années 1990. Un frein à cette baisse peut être dû aux échelons de cotation en vigueur sur Euronext, qui biaisent la mesure des coûts implicites retenue par Elkins-McSherry. En effet, alors que les places américaines sont toutes passées à la décimalisation, de même que l'Allemagne, Euronext conserve une grille des échelons fonction du prix de l'action, selon laquelle l'échelon de cotation est d'autant plus important que le prix du titre est élevé. Seuls les titres dont le prix est inférieur ou égal à 50€ ont une variation minimale des cours de 0,01€⁹.

La baisse des coûts implicites est cependant plus marquée en France depuis 2001, même si Paris n'avait encore en 2005 rattrapé les niveaux exceptionnellement bas observés avant 2000. Ce résultat est cohérent avec ce qu'observent Pagano et Padilla (2005)¹⁰, qui montrent que la fourchette de prix sur les titres du CAC40 a diminué de 40% environ depuis l'intégration des bourses dans le système Euronext. Cet effet serait dû à une meilleure liquidité du marché grâce à un gisement plus important de titres et un développement des transactions transfrontières dont ont bénéficié les titres les plus actifs de la place parisienne.

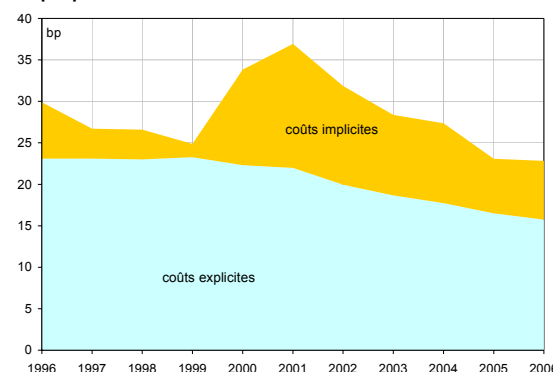
Graphique 3 : coûts de transaction sur Euronext et phases d'intégration



Note : les coûts de l'ensemble Euronext correspondent à la moyenne des coûts de chaque place pondérés par la capitalisation boursière au 31 décembre de l'année considérée.

Source : Elkins-McSherry.

Graphique 4 : évolution des coûts de transaction sur la bourse de Paris



Source : Elkins-McSherry.

(7) Domowitz & Steil (2002) : «Securities tradings», extrait de *Technological innovation and economic performance*, Princeton University Press, 314-326.

(8) Les raisons de ce phénomène ne sont pas identifiées, on peut tout au plus fournir l'explication selon laquelle en marché baissier, les investisseurs se délestent de leurs titres et sont moins préoccupés de la façon dont la transaction se réalise que lorsqu'ils effectuent un achat.

(9) Depuis le 2 janvier 1999, les échelons de cotation, exprimés en euro, sont, pour les titres de capital et les titres assimilés de 0,01€ jusqu'à 50€, 0,05€ au-dessus de 50€ et jusqu'à 100€, 0,10€ au-dessus de 100€ et jusqu'à 500€, et 0,5€ au-dessus de 500€.

(10) Pagano & Padilla (2005) : «Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext natural experiment», *Report for Euronext, LECC*.

Encadré 2 : données Elkins-McSherry

L'étude annuelle *Global Trading Cost Analysis*, effectuée par le cabinet américain Elkins-McSherry et publiée par le magazine *Institutional Investor*, fournit une estimation des coûts de transaction sur opérations sur actions.

Ces données intègrent les coûts directs et une partie des coûts indirects, appelée «impact de marché» qui inclut la moitié de la fourchette de prix et une mesure du décalage moyen des prix au-delà de la meilleure limite (calculée en fonction de la différence observée quotidiennement entre le prix moyen d'un bloc de transaction et le prix de marché moyen pondéré par le volume). Les données sont collectées auprès d'investisseurs institutionnels opérant sur 208 bourses dans 42 pays.

Les données fournies par Elkins-Mc Sherry doivent être considérées avec précaution, car fonction du mode de collecte et de la nature de données, ainsi que du calcul des coûts de transaction. Les transactions constituant la base de données ne sont représentatives que des investisseurs institutionnels, ce qui tend à surestimer l'impact de marché (élevé pour ces investisseurs qui passent le plus souvent de gros ordres) et à sous-estimer les coûts explicites (les commissions étant *a priori* plus faibles pour ces investisseurs en raison de leur pouvoir de négociation).

Une seconde limite réside dans la présentation des coûts de transaction, qui est faite en moyenne sur chaque pays (et non par bourse, sans distinguer les transactions réalisées sur marché réglementé ou OTC), et sur l'ensemble des actions cotées (sans distinction entre petites et grandes capitalisations). Il est donc difficile d'attribuer un coût de transaction à une bourse en particulier, spécialement dans les pays caractérisés par plusieurs lieux de négociation comme le Royaume-Uni, l'Allemagne ou les États-Unis.

3. La directive sur les marchés des instruments financiers, mise en application en novembre 2007, met en concurrence les marchés réglementés avec d'autres canaux de négociation

3.1 La règle de concentration des ordres...

En Europe, jusqu'à la mise en application de la directive concernant les marchés d'instruments financiers (directive MIF ou MiFID) en novembre 2007, la concurrence sur les activités de négociation de titres était limitée par la possibilité laissée aux États membres d'adopter une règle de «concentration des ordres», aux termes de la directive sur les services d'investissement (DSI 93/22/CEE). **Cette règle impliquait que toutes les transactions soient effectuées sur un marché réglementé européen, en pratique le plus souvent celui du pays concerné.**

Plusieurs États membres avaient adopté une telle règle avec des exceptions plus ou moins larges (France, Allemagne, Espagne, Italie, Belgique...). En France, la grande majorité des flux traitant des actions cotées sur Euronext Paris est centralisée vers la bourse française (à quelques exceptions près discutées ci-après). En revanche, au Royaume-Uni ou la règle ne s'applique pas, le marché réglementé est concurrencé à la fois par les banques, qui traitent en interne une partie des transactions, et par certaines plateformes électroniques (ECNs).

L'Allemagne se situe dans une situation intermédiaire : la règle de concentration des ordres y est appliquée, mais avec la possibilité d'y déroger à la demande exclusive de l'investisseur. La concurrence est ainsi instaurée dans ce pays à la fois au sein du système dual du marché réglementé *Deutsche Börse* (qui met en concurrence son système électronique *Xetra*¹¹ avec le parquet du *Frankfurt Stock Exchange*), entre ce même marché réglementé et les sept petites bourses régionales (Düsseldorf, Munich, Hambourg, Hanovre, Stuttgart, Berlin et Brême), et du fait de l'option de dérogation à la règle de concentration des ordres (cette option permettrait à 50% du volume des transactions de se réaliser en dehors du marché réglementé).

3.2 ... supprimée par la nouvelle directive...

La directive MIF supprime la règle de concentration des ordres, et reconnaît deux modes alternatifs de négociation de titres qui entrent en concurrence avec les marchés réglementés : les plateformes multilatérales de négociation et «l'internalisation systématique».

Les plateformes multilatérales de négociation, ou *Multilateral Trading Facilities*, sont des systèmes électroniques organisant la confrontation multilatérale des ordres transmis par les acheteurs et les vendeurs comme la plupart des marchés réglementés.

L'«internalisation systématique» correspond à une gestion interne de l'intermédiaire financier, celui-ci se portant directement contrepartie des ordres qu'il reçoit de ses clients. Proposant en continu un prix d'achat et un prix de vente pour certaines actions, ainsi que la quantité qu'elle s'engage à acheter ou vendre pour ce prix, la banque vend (achète) les titres lorsque l'un de ses clients transmet un ordre d'achat (de vente).

3.3 ... instaure un cadre global pour assurer le bon fonctionnement du marché et la protection des investisseurs

La nouvelle réglementation définit un certain nombre de règles précisant les obligations en matière de transparence et de qualité d'exécution des ordres. Ces différentes règles s'inspirent de ce qui a été mis en place progressivement aux États-Unis, mais fournissent *a priori* un cadre légèrement plus strict susceptible de limiter davantage le développement de systèmes de négociation qualifiés d'opaques outre-atlantique (*dark pools of liquidity*, cf. encadré 1). Il s'agit essentiellement de contraintes pesant sur l'intermédiaire en matière de qualité d'exécution des ordres, et de transparence de l'information :

- le principe de la «meilleure exécution» consiste,

(11) *Xetra* concentre 92 à 97% du volume des transactions sur les titres du DAX et du MDAX, cf. Factbook 2005, *Deutsche Börse AG*, 49p.

pour l'intermédiaire, à prendre toutes les mesures raisonnables pour fournir au client le meilleur résultat possible lors de l'exécution des ordres. La directive MIF introduit une approche «multicritères» des conditions de l'exécution des ordres définissant les éléments que l'intermédiaire, ou prestataire de services d'investissement (PSI), doit prendre en considération pour s'assurer qu'il offre le meilleur résultat possible, à savoir le prix, les coûts, la rapidité de l'exécution, la probabilité de l'exécution et du règlement, la taille, la nature de l'ordre ou toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre¹² ;

- **les obligations de transparence avant négociation (*pre-trade transparency*)** imposent aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation de fournir les prix à l'achat et à la vente des titres admis à

la négociation, de manière continue, tout au long des heures normales de négociation. **Les obligations post négociation (*post-trade transparency*)** obligent l'ensemble de ces intervenants à publier également après l'échange, les informations sur les transactions exécutées (prix, volume, heure).

Les internalisateurs systématiques sont soumis à des règles moins strictes. Ainsi, la *pre-trade transparency* s'applique à ces intermédiaires uniquement pour les titres dits «liquides»¹³, et à condition d'effectuer des transactions inférieures à la «taille standard de marché»¹⁴ sur ces titres. Par ailleurs, le principe de la «meilleure exécution» se limite au critère du prix total lorsque l'entreprise d'investissement exécute un ordre au nom d'un client de détail¹⁵, cas de figure qui concerne en tout premier lieu ces internalisateurs systématiques.

4. La nouvelle réglementation devrait induire une pression à la baisse supplémentaire sur les coûts de transaction

4.1 Un impact à la baisse sur le niveau des commissions, un effet plus incertain sur la liquidité...

A priori, on peut attendre de la mise en concurrence de différents lieux de transaction une baisse des coûts de transaction tant explicites qu'implicites. La compétition entre fournisseurs de liquidité conduit en effet ceux-ci à se faire concurrence sur la fourchette de prix offerte, tandis que la concurrence entre différentes places de négociation réduit la rente de monopole constituée entre autres par les frais d'accès, et incite celles-ci à innover pour réduire leurs coûts¹⁶.

Cependant, la fragmentation du flux d'ordres entre plusieurs systèmes d'échange peut également entraîner une diminution mécanique de la liquidité sur la place d'origine.

L'argument théorique ancien, selon lequel la coexistence de plusieurs marchés concurrents n'est pas viable, n'a pas lieu d'être retenu aujourd'hui. Cette affirmation, qui suivait l'adage de Wall Street selon lequel *liquidity begets liquidity*, revenait à supposer que les agents se dirigeraient vers le marché le plus liquide jusqu'à disparition des autres

marchés¹⁷. Il ne tient pas compte des besoins hétérogènes des différents types d'investisseurs¹⁸ (en matière de coûts, délais d'exécution, taille de l'ordre, etc...), auxquels la coexistence de plusieurs systèmes de négociation concurrents, aux caractéristiques de fonctionnement distincts, devrait permettre de mieux répondre¹⁹.

En revanche, la fuite du marché principal des ordres pourrait dégrader la qualité du marché. Cela serait notamment le cas si les internalisateurs biaisent la nature du flux d'ordres en attirant à eux les clients «non informés» sur lesquels ils réalisent effectivement un profit (*cream skinning*). En théorie, les investisseurs non informés sont indispensables au processus de découverte des prix. Vider le marché principal de tels investisseurs se traduit par une dégradation de la qualité du marché. En effet, les fournisseurs de liquidité élargissent leurs fourchettes de prix lorsqu'ils se retrouvent en présence d'agents plus informés qu'eux²⁰ pour éviter de traiter à des prix qui leur seraient défavorables. L'effet se répercute sur les ordres internalisés qui seront eux-mêmes servis à des prix moins intéressants puisque basés sur ceux du marché.

(12) Article 21 de la Directive MIF 2004/39/CE du 21 avril 2004.

(13) Une action est considérée comme liquide si elle est négociée quotidiennement, qu'elle a un flottant égal ou supérieur à 500M€, et que l'une des conditions suivantes est satisfaite : nombre quotidien moyen de transactions inférieur à 500 ou volume d'échange quotidien moyen inférieur à 2M€ (cf. article 22 du règlement 1287/2006 de la Commission Européenne portant mesures d'exécution de la directive MIF).

(14) Ce seuil dépend lui-même de la valeur moyenne des ordres exécutés, cf. article 23 du règlement 1287/2006.

(15) Article 44 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive MIF.

(16) Hamilton (1979) : «Market place fragmentation, competition, and the efficiency of the stock exchange», *Journal of Finance* 34(1), 171-187.

(17) Mendelson (1987) : «Consolidation, fragmentation, and market performance», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22, 187-207.

(18) L'hétérogénéité des préférences des intervenants est confirmée par l'enquête annuelle de l'*Institutional Investor* auprès des négociateurs travaillant au sein de sociétés de gestion. Ceux-ci classent les systèmes de négociation de titres en fonction de la qualité du service d'exécution global. Notamment, il apparaît que les investisseurs institutionnels préfèrent les systèmes électroniques qui leur permettent de négocier plus rapidement et au meilleur prix de gros blocs d'ordre.

(19) En théorie, la coexistence de plusieurs marchés est alors possible si le marché le plus liquide est aussi le plus coûteux, celui-ci attirant alors les plus gros intervenants à l'instar du marché des transactions de blocs, cf. Pagano (1989) : «Trading Volume and Asset Liquidity», *Quarterly Journal of Economics* 104(2), 255-274.

(20) Il s'agit de la «composante de sélection adverse de la fourchette de prix», cf. Kyle (1985) : «Continuous auctions and insider trading», *Econometrica* 53, 1315-1335.

Encadré 3 : nouvelles plates-formes

Chi-X, lancé par *Instinet*, propose depuis novembre 2007 un carnet d'ordres centralisé (CLOB) pour 8 200 actions paneuropéennes. De même, *Equiduct*, détenu majoritairement par la Bourse de Berlin, est basé sur une version actualisée de la plate-forme de négociation du défunt *Easdaq*, avec un carnet d'ordres hybride alimenté par les donneurs d'ordres à cours limité et des teneurs de marché.

Le projet *Turquoise*, annoncé par sept grandes banques d'investissement dont Merrill Lynch et Goldman Sachs, constituerait une plate-forme pour la négociation des actions européennes à travers un carnet d'ordres alternatif. Le lancement du système, initialement prévu fin 2007, a toutefois été reporté au second trimestre 2008. Le plus gros projet annoncé à ce jour est celui d'ITG avec son système *Posit Now* lancé en février 2007, qui permet aux gérants depuis du 1^{er} novembre 2007 de procéder à des échanges de titres en continu et anonymement, comme son homologue américain et ce sur 9 000 titres de 15 pays.

Il reste donc difficile en théorie de prévoir l'impact véritable des nouvelles réglementations, d'autant que celui-ci va différer selon le type d'investisseur, ou encore selon le titre qui fait l'objet d'une transaction. L'effet négatif potentiel de la fragmentation sur la volatilité du cours du titre et des coûts de transaction est en effet, selon Bennett et Wei (2006), d'autant plus important que le titre est peu liquide (en termes de volume des transactions, de largeur de la fourchette de prix).

4.2 ... que l'observation d'exemples présents et passés tend cependant à relativiser

Les gains économiques liés à une baisse des commissions, sous l'effet d'un renforcement de la concurrence, peuvent être substantiels. Domowitz et Steil (2002), en tenant compte du degré existant d'automatisation des systèmes de négociation en Europe, montrent que les coûts de transaction pourraient chuter de 50% dans la zone sous le seul effet d'une baisse des coûts explicites.

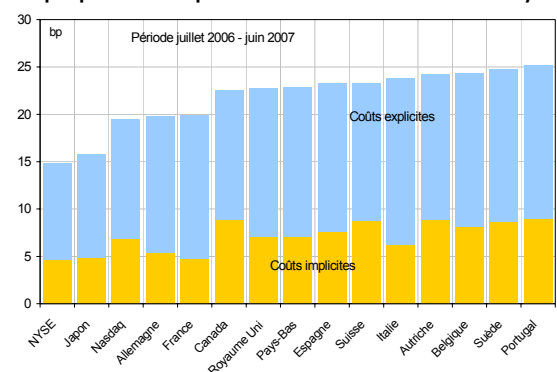
Des exemples passés confirment que la situation de monopole ou de quasi-monopole des bourses traditionnelles au niveau national peut se traduire par des tarifs excessifs, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs. Les exemples les plus parlants sont ceux de la Bourse de Londres, contrainte de diminuer de 25% ses frais annuels facturés aux émetteurs par l'*Office of Fair Trading* britannique, ou encore la diminution des tarifs de négociation d'Euronext Amsterdam de 30% en réaction au lancement du concurrent *Dutch Trading Services*.

En revanche, les effets potentiellement négatifs de la fragmentation sur la liquidité ne sont pas toujours observés. Une amélioration de la liquidité a au contraire été observée suite à la mise en place de la double négociation

au début des années 1990 entre Londres et Paris sur les titres les plus liquides d'entreprises cotées sur la bourse parisienne (négociées sur le système SEAQI londonien)²¹.

L'observation des coûts de transaction en Europe grâce aux données collectées par le cabinet Elkins-McSherry montre également que c'est l'Allemagne qui se positionne le mieux en matière de liquidité, alors que ce pays a mis en œuvre l'option de dérogation à la règle de concentration des ordres. Dans ce cas, la fragmentation n'aurait donc pas détérioré la qualité du marché²². Par ailleurs, le pays affiche des coûts directs (16,24 bps) relativement élevés alors que la structure en silo de la bourse allemande, qui contrôle également la compensation et le règlement-livraison, devrait permettre de réaliser de larges économies de gamme.

Graphique 5 : décomposition des coûts de transaction moyens



Source : Elkins-McSherry.

Le graphique 5 se lit comme suit : sur la période juillet 2006-juin 2007, le NYSE, le Nasdaq et le Japon présentent les coûts de transaction les plus faibles, la France étant en cinquième position derrière l'Allemagne. Le Royaume-Uni est en 7^{ème} position, si on ne considère que le côté vente des transactions²³.

(21) Hamet (1998) : «Competition or fragmentation? A test of the impact of the SEAQI on the liquidity of the Paris Bourse», *Cahier de Recherche du CEREG n°14*.

(22) Un autre facteur explicatif réside sans doute dans un échelon de cotation très faible (0,001€ pour les titres compris entre 0,001 et 0,249€ et 0,01€ au-delà de 0,25€).

(23) En effet, un achat est systématiquement chargé du *stamp duty*, ce qui porte la composante *fees* à 49,91 bp au lieu de 0,52 bp pour les ventes. En conséquence, le véritable classement de la place britannique est bien loin des premières places.

5. Un flux déjà significatif d'ordres pourrait être rapidement redirigé vers les nouveaux systèmes de négociations

L'anticipation du paysage boursier européen à moyen terme (3 à 5 ans) est une tâche délicate. Plusieurs grands scénarios potentiels émergent, sans qu'il ne soit véritablement possible d'en dégager un dominant.

Parmi ces différents scénarios, on ne peut totalement écarter celui du *statu quo*, où les marchés réglementés réussiraient à maintenir leur domination en poursuivant le mouvement de consolidation observé ces dernières années en Europe, mais également entre places européennes et nord-américaines, qui leur permet à la fois d'offrir un bassin de liquidité toujours plus large aux investisseurs, et de bénéficier des avantages liés aux économies d'échelle.

Toutefois, le lancement ou l'annonce ces derniers mois de la création d'un certain nombre de systèmes de négociation alternatifs, correspondants aux MTF post-MiFID, plaide pour un paysage boursier européen plus fragmenté (cf. encadré 3).

L'incertitude porte davantage aujourd'hui sur l'émergence de nouveaux internalisateurs systématiques, en raison des lourdes exigences associées à ce statut (fonds propres, règles de diffusion d'information, mode de fonctionnement opérationnel). Les banques d'investissement doivent faire un arbitrage entre le coût de développement de l'activité d'internalisateur et les revenus qu'elles en tireront. Seules de très grandes banques pourraient atteindre la taille critique leur permettant de traiter des volumes de transactions suffisamment élevés pour

compenser des prix moins attractifs pour elles. A l'inverse, d'autres intervenants pourraient cibler certains titres cotés ou certains types d'investisseurs pour lesquels le potentiel de gain est plus élevé²⁴.

Dans le cas de la France, il est possible d'identifier le volume des flux d'ordres qui sortent déjà du carnet d'ordre²⁵, et pourraient donc être rapidement dirigés vers les systèmes de négociation alternatifs. Une telle analyse a été menée à partir des données relatives aux transactions sur titres cotés par Euronext Paris, en se limitant aux transactions qui relèvent du «marché de gros», à savoir les transactions d'un montant minimum de 50 000€.

Ces estimations indiquent que l'impact des nouvelles réglementations pourrait être significatif : les transactions ainsi identifiées représentaient en 2007 environ 10% du volume échangé sur les titres du CAC40 et pourraient chaque année échapper au marché réglementé. Ce volume, qui se répartirait à peu près équitablement entre internalisateurs systématiques et MTFs du type *crossing systems*, ne constitue *a priori* qu'une fraction du volume total du «marché de gros» susceptible d'échapper au marché réglementé. Différentes études estimaient généralement à près de 30% le volume des transactions de blocs réalisées hors marché²⁶.

**Frédéric CHERBONNIER,
Séverine VANDELANOITE**

(24) Ainsi, certains se spécialiseraient sur la «clientèle de gros» car selon la directive MIF, les règles de pré-transparence ne s'appliquent pas aux internalisateurs pour les transactions de taille élevée réalisées sur les *most liquid shares* identifiés par la directive ; d'autres proposeraient une internalisation systématique pour les autres titres «non liquides» pour la même raison.

(25) Il s'agit des «applications», qui consistent en la confrontation et l'exécution simultanée au même cours par un même établissement de deux ordres de sens opposés pour la même quantité d'un titre donné, et des transactions éligibles à la négociation de blocs (selon une taille minimale prédéfinie).

(26) Cf. Bessembinder et Venkataraman (2004) pour Euronext, et Madhavan et Cheng (1997) pour la Nyse.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances et de l'Emploi
Direction générale du Trésor
et de la Politique économique
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Philippe Bouyoux

Rédacteur en chef :

Philippe Gudin de Vallerin
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtp.e.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Janvier 2008

n°28 . Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale
Ivan ODONNAT

n°27 . Niveau et évolution de la concurrence sectorielle en France
Romain BOUIS

Décembre 2007

n°26 . Les facteurs d'évolution de la dépense publique en France : une rétrospective
Pierre BEYNET, Hervé NAERHUYSEN

n°25 . Les effets du ralentissement immobilier sur la consommation aux États-Unis
Luc EYRAUD, Aurélien FORTIN, Sophie RIVAUD

Novembre 2007

n°24 . Une nouvelle base de données pour «mesurer» les institutions
Nicolas MEISEL, Jacques OULD-AOUDIA

n°23 . Le taux réduit d'impôt sur les sociétés pour les PME
Sébastien RASPILLER