

ASSET MANAGEMENT

L'analyse - La nouvelle configuration des marchés d'actions : menace ou opportunité pour l'investisseur ?

Par **Carole Gresse**,
professeur à
l'université Paris-
Dauphine, directeur du
Master 203

Les investisseurs les mieux servis sont ceux ayant les moyens les plus rapides d'intervenir sur plusieurs marchés grâce à des systèmes de routage d'ordres intelligents.

Depuis la mise en œuvre de la directive sur les marchés d'instruments financiers (DMIF), l'industrie boursière européenne s'est profondément transformée. La DMIF a aboli la règle de concentration des ordres sur les marchés réglementés nationaux et reconnaît trois catégories de lieux de négociation : les regulated markets (RM), les multilateral trading facilities (MTF) et les systematic internalizers (SI). Ils peuvent tous organiser des échanges de titres et sont soumis aux mêmes règles de transparence prénégociation et post-négociation, à l'exception des dark pools exempts d'obligations de transparence prénégociation. Cependant, seuls les RM peuvent admettre à la cote des instruments réglementés, et toute transaction sur un instrument réglementé, qu'elle soit exécutée sur une plateforme réglementée ou en OTC, doit désormais être déclarée. Le paysage post-DMIF est dominé par les RM de trois groupes boursiers : LSE-Borsa Italiana, NYSE-Euronext et Deutsche Boerse. Quatre MTF visibles les concurrencent : par ordre d'importance, Chi-X, BATS Europe, Turquoise, et Nasdaq OMX Europe. En revanche, le statut de SI n'a pas remporté un franc succès. Cette nouvelle donne pose plusieurs questions : jusqu'à quel point la multiplicité des marchés est-elle viable ? Bénéficie-t-elle aux investisseurs ?

En cas de concurrence entre plusieurs places d'échange, le marché le plus liquide devrait peu à peu attirer tous les opérateurs, entraînant ainsi la disparition des marchés concurrents. Cette règle ne tient plus dès lors que les systèmes en concurrence diffèrent par leurs modèles de marché, par leurs fonctionnalités ou tout simplement par leurs coûts de transaction. A l'heure actuelle, en pratique, des deux côtés de l'Atlantique, les marchés d'actions sont tout sauf consolidés. Aux Etats-Unis, plus de cinquante lieux de négociation sont à la disposition des investisseurs et plus de 50 % des volumes échappent aux marchés primaires traditionnels, à savoir le NYSE, l'AMEX et le Nasdaq. En Europe, selon des statistiques de septembre 2009 englobant les échanges réglementés et les échanges OTC, les bourses primaires restent dominantes mais

les nouveaux entrants affichent des parts de marchés significatives. D'après ces statistiques, pour les titres du CAC 40, 55 % des volumes de transaction étaient exécutés sur Euronext, 24 % en OTC ou par internalisation, et les 21 % restants revenaient essentiellement à des MTF concurrents, le premier étant Chi-X avec près de 12 % des volumes.

La concurrence entre systèmes d'échange a généralement eu un effet bénéfique sur les coûts de transaction implicites, ou au pire, qu'elle ne contribue pas à les accroître. Cette concurrence a aussi entraîné une réduction des pas de cotation et des commissions explicites pratiqués par les entreprises de marché, une diminution des temps de latence dans l'exécution des ordres au niveau de la microseconde, et un accroissement considérable de la capacité de traitement des ordres à la seconde. Si les volumes de transaction ont augmenté avec la fragmentation du flux d'ordres entre marchés concurrents, en revanche la taille moyenne d'une transaction ainsi que les quantités affichées aux meilleures limites localement sur un marché donné ont significativement diminué. En effet, d'une part les données européennes récentes montrent que la profondeur instantanément observable tend à se répartir entre les marchés en concurrence. D'autre part, avec la concurrence entre plateformes électroniques et le développement de la négociation algorithmique, les fréquences de transaction et les stratégies de fractionnement des ordres se sont décuplées. Au final, les investisseurs les mieux servis sont ceux ayant les moyens les plus rapides d'intervenir sur plusieurs marchés grâce à des systèmes de routage d'ordres intelligents. Les petits investisseurs locaux sur les marchés primaires ne sont pas pour autant lésés en termes de fourchettes de prix, au contraire. En revanche, la profondeur à laquelle ils ont accès est une question plus délicate. Enfin, la DMIF a insuffisamment traité la détermination du prix de référence dans un univers de marchés multiples, et le besoin d'un enregistrement officiel en continu des meilleurs prix acheteur et vendeur tous marchés consolidés se fait cruellement sentir au niveau européen. ■

Sur les titres du CAC 40, 55 % des volumes de transaction sont exécutés sur Euronext, 24 % en OTC ou par internalisation, les 21 % restants revenant à des MTF concurrents.