

REVISION DE LA DIRECTIVE MIF

Contribution de l'AMAFI à la réflexion sur la structure de marché

1. Depuis plusieurs mois maintenant, la question de la révision de la directive MIF, entrée en vigueur en novembre 2007 après 7 années de travaux intenses, figure au rang des axes d'action de la nouvelle Commission européenne pour 2010. L'enjeu est plus spécifiquement d'analyser, et le cas échéant, de corriger certaines évolutions de la structure de marché qu'elle a pu déclencher.

C'est dans ce contexte, et en vue de préciser les orientations qu'appuiera le Gouvernement français à l'occasion de cette révision, que la Ministre de l'économie a confié, fin octobre, à M. Pierre Fleuriot une mission afin de formuler « *des propositions en matière de fonctionnement des marchés en ciblant [la] réflexion sur les marchés d'actions et d'obligations* », l'objectif devant être, « *pour l'Union européenne, de construire dans les années qui viennent une vision d'ensemble de ce que sont des marchés financiers, sûrs, équitables, et tournés vers le financement durable de la croissance économique* ».

La Ministre a par ailleurs énoncé les lignes de force de cette réflexion en indiquant : « *Je souhaite d'abord que l'intégrité des marchés soit inscrite au premier rang de ces objectifs. Au-delà, il convient d'accroître la transparence des marchés actions et obligataires et de garantir à tous les participants un accès équitable et transparent aux transactions. Une information disponible et largement exploitable constitue la première garantie pour que les prix des instruments financiers se forment efficacement en lien avec les fondamentaux de l'économie réelle et au service des entreprises et des émetteurs. Je souhaite également renforcer l'accès des utilisateurs finaux aux meilleurs prix. La réglementation ne doit pas indûment placer certains acteurs en position d'obtenir de meilleurs prix. Enfin, la suppression des risques systémiques notamment des risques de contrepartie par une compensation appropriée des instruments est une priorité essentielle.* »

2. Ses adhérents intervenant, directement ou indirectement, sur les marchés financiers pour compte de tiers ou pour compte propre ou mettant en œuvre des infrastructures de marché (systèmes de négociation, de compensation ou de règlement-livraison), l'AMAFI est bien sûr intéressée au premier chef par la révision de la directive MIF et les questions de structure de marché qui seront examinées à cette occasion.

L'Association a d'ailleurs pris, depuis leur lancement en 2000, une part très active à tous les travaux et discussions qui ont entouré l'adoption puis la transposition en France de la directive MIF : son action a certainement été l'une de celle qui fut déterminante dans le renforcement des garanties données par le nouveau dispositif en termes de qualité de la transparence pré et post-négociation¹, même si le résultat final est d'abord le fruit d'un consensus politique dans un contexte de négociations difficiles. Elle continue aujourd'hui à contribuer à toutes les réflexions concernant ses conditions de mise en œuvre, et notamment à celles conduites par CESR².

¹ V. notamment le discours prononcé par le Président de l'Association, Monsieur Jean-Pierre Pinatton, lors d'une audition publique devant la Commission ECON du Parlement européen le 18 février 2003 (*AFEI / 03-08*).

² V. Notamment la contribution produite à CESR en début d'année en ce qui concerne les impacts de la directive sur le fonctionnement du marché secondaire : CESR Public Consultation (CESR/08-872) - Call for evidence on the impact of MiFID on secondary market functioning - Comments by AMAFI (*AMAFI / 09-03*).

3. L'AMAFI souhaite aujourd'hui contribuer également aux réflexions menées aux plans national et européen. Elle considère que la structure qui est collectivement souhaitée pour le grand marché européen constitue un enjeu majeur au regard des conséquences qui en découlent pour le bon financement de l'économie et l'allocation adéquate de l'épargne. Si l'exposé des motifs de la proposition officielle de directive, publiée en mars 2003, affirmait l'ambition d'une « *infrastructure de négociation efficace, transparente et intégrée* »³, cette ambition ne paraît pas pouvoir être considérée aujourd'hui comme pleinement réalisée : en tous cas, elle est suffisamment discutée par un certain nombre de parties prenantes pour justifier l'examen attentif des conditions de fonctionnement du marché et l'analyse détaillée des voies d'amélioration possibles.

Dans cette double perspective, l'Association estime qu'elle peut apporter à la réflexion des éléments d'appréciation particulièrement utiles : ses adhérents ont en effet une connaissance approfondie non seulement des besoins et attentes des investisseurs et des émetteurs qui sont leurs clients ou leurs contreparties de marché, mais aussi des différents mécanismes et techniques de marché qu'à des degrés divers, ils utilisent ou mettent en œuvre.

4. Le présent document a ainsi vocation à exprimer la position de l'AMAFI sur un certain nombre de questions aujourd'hui plus particulièrement identifiées dans le cadre de la révision de la directive MIF. Il complète et précise ainsi les premières orientations développées par le Délégué général de l'AMAFI, M. Pierre de Lauzun, lors de son audition le 2 décembre dernier par la mission animée par M. Fleuriot. Il est centré sur la seule problématique du marché actions, à l'exclusion donc du marché obligataire : l'Association considère en effet que les questions liées au fonctionnement du marché obligataire sont moins urgentes, non seulement parce que les enjeux du marché actions sont beaucoup plus fondamentaux compte tenu de ses effets sur la répartition des pouvoirs au sein des entreprises, mais aussi parce qu'il n'existe pas, en ce qui concerne le marché obligataire, le sentiment d'une rupture profonde créée par l'entrée en vigueur de la directive MIF⁴. De la même façon, ce document n'envisage pas les questions que peut poser la directive MIF en termes d'adéquation du cadre d'exercice des acteurs que sont les prestataires de services d'investissement et les marchés réglementés : si ces questions sont indéniablement importantes et méritent en conséquence, l'attention, elles sont néanmoins moins immédiates que celles qui concernent la structure de marché que l'Europe se fixe comme objectif, celles-ci constituant en tout état de cause un préalable en fonction duquel des ajustements du cadre d'exercice devront être ensuite réalisés le cas échéant.

Si, dans ce contexte, l'objectif n'est pas nécessairement d'être conclusif sur tous les points envisagés, certains d'entre eux nécessitant l'analyse de données qui ne sont pas en la possession de l'Association, il s'agit en revanche de poser les axes autour desquels il paraît essentiel que la réflexion soit conduite. Mais avant cela, alors que la structure de marché est perçue comme ayant connue une évolution profonde notamment ces derniers mois, il convient de rappeler quelques grands traits qui semblent caractériser cette évolution, et qui paraissent de nature à compléter utilement le rapport produit sur cette question par CESR en juin dernier⁵.

³ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil (2003/C 71 E/07) - COM(2002) 625 final - 2002/0269(COD), JOCE du 25 mars 2003.

⁴ Sur les questions concernant le fonctionnement du marché obligataire, il est renvoyé au rapport du groupe de travail de l'AMF présidé par MM. Hoenn et Pinatton, publié le 16 décembre dernier : http://www.amf-france.org/documents/general/9253_1.pdf.

⁵ Impact of MiFID on equity secondary markets functioning, CESR/09-355, 10 June 2009.

UNE STRUCTURE DE MARCHÉ QUI A PROFONDEMENT ÉVOLUÉ

5. Dans ces derniers mois, la structure du marché a profondément évolué du fait d'une vive concurrence entre plateformes de négociation qui, elle-même a déclenché des modifications dans la structure du marché et le positionnement relatif des intervenants. Ces évolutions, intervenues au moment même où se produisait une crise financière majeure qui rend difficile le décryptage des tendances observées, ont de leur côté suscité des incompréhensions et des interrogations chez les émetteurs et les investisseurs.

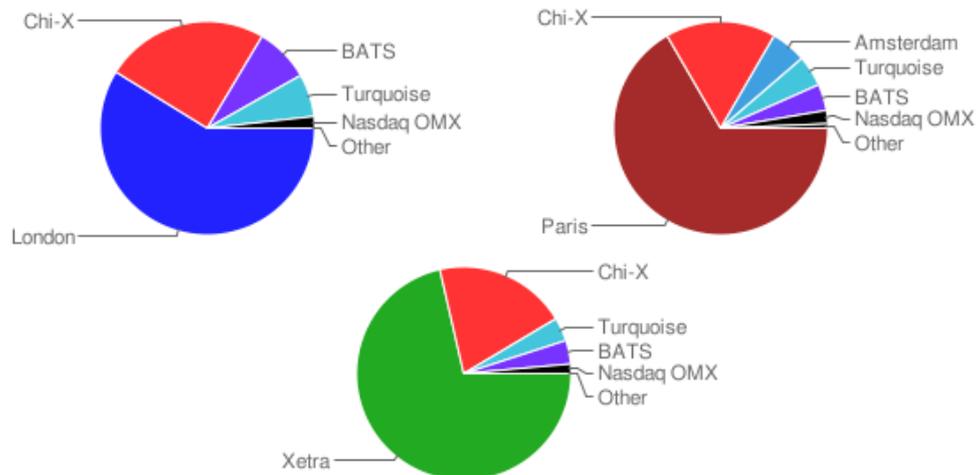
UNE VIVE CONCURRENCE ENTRE PLATEFORMES DE NÉGOCIATION

6. Aujourd'hui, la réalité d'une concurrence vive, exacerbée même, entre les bourses traditionnelles et les nouveaux entrants que sont, d'une part, les systèmes multilatéraux de négociation (souvent identifiés par leur acronyme anglais MTFs) et, d'autre part, les autres voies de traitement des ordres ne peut faire de doute. Comme le montrent les données ci-dessous, tant les MTFs, ou du moins certains d'entre eux, ont acquis une part de marché significative, tandis que la mise en œuvre d'obligations générale de transparence a conduit à confirmer le poids de l'OTC (v. § 7 à 9).

TABLEAU 1
INFORMATIONS POST NÉGOCIATION SUR L'EUROSTOXX 600
(Septembre 2009 en €)

EXCHANGE VENUE	TURNOVER	% SHARE	EXCHANGE VENUE	TURNOVER	% SHARE
Markit BOAT - OTC	240 046 471 210	21,19%	SWX	1 110 175 879	0,10%
LSE Group	206 432 619 778	18,22%	Burgundy	1 106 039 272	0,10%
Euronext	130 665 950 443	11,53%	CHI-X - OTC	1 082 204 794	0,10%
Euronext - OTC	117 692 420 465	10,39%	POSIT	785 205 788	0,07%
CHI-X	81 451 906 995	7,19%	TLX	763 473 123	0,07%
Deutsche Boerse	80 870 907 644	7,14%	Stuttgart	547 017 684	0,05%
Spanish Exchanges	57 464 149 294	5,07%	NYFIX	503 653 009	0,04%
Nasdaq OMX Nordic	44 547 818 641	3,93%	Vienna - OTC	241 599 233	0,02%
SWX Europe	40 592 531 883	3,58%	Prague	182 997 307	0,02%
LSE Group - OTC	27 545 165 521	2,43%	SWX - OTC	157 320 244	0,01%
Turquoise	25 541 950 944	2,25%	Munich	83 899 838	0,01%
BATS Europe	21 579 818 126	1,90%	Hamburg	83 617 321	0,01%
Deutsche Boerse - OTC	15 387 528 817	1,36%	NYSE Arca Europe	64 613 303	0,01%
Oslo	11 910 793 160	1,05%	Duesseldorf	61 161 066	0,01%
Nasdaq OMX Europe	4 274 745 183	0,38%	Warsaw	34 529 238	0,00%
Athens	4 014 094 509	0,35%	Berlin	22 812 275	0,00%
Irish SE	3 739 772 775	0,33%	Oslo - OTC	20 997 558	0,00%
Vienna	2 693 309 303	0,24%	Hannover	16 142 937	0,00%
Liquidnet	2 244 313 778	0,20%	Bucharest	4 716 741	0,00%
Nasdaq OMX Nordic - OTC	2 018 740 363	0,18%	Luxembourg	3 939 734	0,00%
Plus Markets	1 990 198 214	0,18%	Reuters - OTC	699 279	0,00%
SWX Europe - OTC	1 680 310 799	0,15%	Equiduct	439 024	0,00%
Stuttgart - OTC	1 673 306 757	0,15%			
Source : Thomson Reuters			Total	1 132 936 079 249	100,00%

Part de marché des MTFs sur les 3 principaux indices européens
 (FTSE 250, CAC 40, DAX 30), 1ère semaine de novembre 2009



Source : Fidessa Fragmentation Index

Si la directive MIF a certainement atteint son objectif de ce point de vue, il est néanmoins utile de chercher à préciser certains sous-jacents de cette situation pour en identifier des tendances importantes.

La MIF, catalyseur des énergies plutôt que déclencheur juridique

7. Pour expliquer la situation de vive concurrence entre les plateformes de négociation qui existe aujourd'hui, et dont le point de départ est indubitablement l'entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007 de la directive MIF, il est souvent mis en avant le pas important qu'aurait représenté la suppression de l'obligation de concentration sur un marché réglementé que prévoyait la DSI. Cette explication ne peut toutefois convaincre compte tenu du caractère très relatif qu'avait cette obligation de concentration. Plusieurs éléments doivent en effet être rappelés :

- L'institution d'une obligation de concentration constituait une simple faculté à la main des Etats membres qu'en réalité, seulement six d'entre eux⁶ ont à l'époque formellement utilisée.
- L'application de l'obligation de concentration supposait la réunion de trois conditions cumulatives :
 - l'intermédiaire réalisant l'opération est agréé ou intervient dans l'Etat concerné ;
 - Le client réside habituellement ou est établi dans l'Etat concerné ;
 - l'opération porte sur un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé de l'Etat concerné.
- L'investisseur avait en tout état de cause toujours la faculté de déroger à la règle de concentration en demandant que sa transaction soit exécutée hors d'un marché réglementé.

⁶ Belgique, Espagne, Finlande, France, Italie, Norvège, auxquels peuvent sans doute être ajoutés l'Allemagne et les Pays-Bas qui sans avoir formellement introduite l'obligation prévue par la directive avaient toutefois un dispositif à peu près équivalent.

8. Au cas particulier français, la réalité de la contrainte posée à l'époque au travers de l'obligation de concentration peut d'autant plus être discutée que :

- La part des non résidents (donc non concernés par l'obligation de concentration) dans le capital des sociétés françaises est depuis longtemps forte⁷, leur part dans les volumes de transaction étant sans doute supérieur.
- Les volumes réalisés sur le marché français par des intervenants localisés à Londres (donc non concernés par l'obligation de concentration) sont depuis 2000 supérieurs à ceux réalisés par les autres intervenants : en 2006, le rapport était de 65/35⁸.

9. Il est d'ailleurs intéressant de constater que le marché aujourd'hui considéré comme le plus fragmenté du fait de la concurrence entre plateformes de négociation est celui du Royaume-Uni qui n'appliquait pas l'obligation de concentration.

S'il est donc difficile de voir dans l'obligation de concentration telle qu'elle était alors un verrou juridique effectif à la concurrence entre plateformes de négociation qu'aurait fait sauter la directive, il semble en revanche que sa suppression ait d'autant plus accéléré les évolutions constatées depuis que la situation de monopole de fait au profit des bourses traditionnelles apparaissait de plus en plus difficile à supporter à beaucoup d'intervenants. En ce sens, la directive MIF a sans doute joué un rôle de catalyseur des énergies.

Mettre fin aux monopoles de fait des bourses traditionnelles

10. Jusqu'à l'entrée en vigueur de la directive MIF, les bourses traditionnelles ont en effet continué à bénéficier d'un monopole de fait⁹, chacune étant la seule plateforme d'échanges crédible pour les titres qu'elle cotait. Bien que différentes tentatives de lancement de plateformes alternatives¹⁰ devant les concurrencer aient été réalisées au fil des ans, aucune n'a toutefois réussi à gagner une part de marché réelle pendant une période suffisamment longue¹¹.

Dans cet environnement, les bourses traditionnelles avaient d'autant moins d'incitation à baisser leurs tarifs¹², et donc à réduire leurs revenus, et accroître leur qualité de service que beaucoup d'entre elles étaient devenues des sociétés commerciales cotées, dont le capital n'était plus comme précédemment détenu principalement, voire exclusivement par leurs membres.

11. Cette situation était particulièrement mal acceptée par des intervenants qui subissaient eux-mêmes une pression concurrentielle de plus en plus forte en raison de l'intégration progressive des activités de marché au niveau européen, les obligeant vis-à-vis de leurs propres clients à des baisses de tarifs tout en renforçant leur qualité de service.

⁷ Au 31 décembre 2008, les non-résidents détenaient 39,2 % de la capitalisation boursière des sociétés françaises du CAC 40, ce taux de détention ayant reculé de deux points par rapport à la fin de l'année 2007 : v. « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2008 », F. Servant, Bull. Banque de France, n° 176, 2^{ème} trimestre 2009, p. 25 et s.

⁸ S'agissant des seules transactions exécutées sur le carnet central, la part des intervenants localisés à Londres est également en augmentation, et supérieure à 50% depuis 2008.

⁹ Ce monopole de fait a souvent ainsi prolongé le monopole juridique que beaucoup d'entre elles connaissaient précédemment.

¹⁰ A l'origine d'ailleurs dénommées ATS – Alternative trading system

¹¹ Il faut toutefois rappeler qu'au début des années 90, SEAQ International a réussi pendant une période à attirer un volume relativement conséquent sur les grandes valeurs continentales.

¹² Certains opérateurs (Euronext notamment) avaient toutefois opéré des baisses de tarifs, estimées toutefois insuffisantes par leurs membres.

En réalité bien sûr, il faut considérer la situation prévalant entre 1996¹³ et 2007 comme une transition à situer en regard de la période antérieure où le monopole des bourses était juridiquement assuré, et notamment en France. Si la délimitation de l'espace de négociation était ainsi clairement organisée, il faut aussi rappeler que ces bourses restaient alors des institutions coopératives. Dans la période de transition, l'ouverture mise en œuvre par la DSI a conduit, d'une part, à la multiplication des transactions internationales, notamment dans l'espace européen et, d'autre part, à la transformation des bourses en sociétés cotées, appelées comme telles à faire des profits. Pour autant toutefois, la position dominante de ces bourses n'a pas été de fait remise en cause.

12. Pour les intervenants, il était donc important d'abroger ce qui apparaissait comme des rentes de situation en introduisant de la stimulation concurrentielle entre plateformes de négociation.

Le lancement du MTF Turquoise est sans doute l'initiative qui caractérise le plus cette volonté. Entré en fonctionnement en septembre 2008, mais annoncé dès novembre 2006, Turquoise est le fruit d'un partenariat entre neuf grandes banques actives sur les divers marchés en Europe¹⁴ dont l'un des objectifs clairement affiché dès l'origine était de permettre une réduction des coûts de transaction¹⁵.

Une forte concurrence qui doit toutefois être décryptée

13. S'il existe indubitablement une forte concurrence entre plateformes de négociation¹⁶, cette première appréciation doit toutefois être affinée par plusieurs éléments.

✚ La concurrence n'est réelle que sur les titres à forts volumes de transaction

14. La concurrence, et donc la fragmentation de la liquidité qu'elle emporte, ne concerne pas tous les titres. En pratique, elle se concentre d'abord sur les titres qui génèrent les plus forts volumes de transactions. Ainsi, concernant les valeurs françaises, le nombre de celles traitées sur plusieurs plateformes simultanément reste limité. Sur les 580 valeurs domestiques cotées sur Euronext Paris, 160 environ sont également listées sur d'autres plateformes comme CHI-X, Bats Europe, Turquoise, Nasdaq OMX ou Xetra. Selon les données fournies par Equiduct¹⁷ la part de marché des transactions réalisées au sein du carnet d'ordres Euronext en octobre 2009 comparée à celle réalisées dans les autres carnets d'ordres (en dehors donc des transactions OTC) se répartit de la façon suivante¹⁸ :

Part de marché	Nombre de sociétés
Entre 58,7% et 70%	46
Entre 70% et 80%	30
Entre 80% et 90%	25
Entre 90% et 100%	60

¹³ Année de transposition en droit français de la directive sur les services d'investissement.

¹⁴ BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société générale et UBS.

¹⁵ V. http://www.tradeturquoise.com/press/New_Pan-EUROPEAN_Equity.pdf.

¹⁶ Dont on notera qu'elle se traduit par la concentration des moteurs de cotation sur la Place de Londres (LSE + Borsa Italiana + NYSE- Euronext + MTFs) représentant sans doute les 2/3 de la capitalisation européenne.

¹⁷ V. <http://www.equiduct-trading.eu/market-data/orangelfa.asp>.

¹⁸ Pour les valeurs du CAC 40, la part de marché NYSE-Euronext est évaluée à 66,1%.

La concurrence n'est pas directe entre marchés réglementés

15. Les marchés réglementés ne se sont pas concurrencés de façon frontale en cotant les valeurs des autres marchés. La compétition est en réalité celle des MTFs avec les marchés réglementés.

Une concurrence indirecte existe toutefois au travers de MTFs ou de *dark pools* créés par des marchés réglementés pour traiter des titres cotés sur des marchés réglementés concurrents. Par exemple, NYSE-Euronext a lancé en mars 2009 un MTF (NYSE Archa Europe) dont l'objet est de traiter les valeurs les plus liquides de 11 marchés européens. En février 2009 par ailleurs, NYSE-Euronext en collaboration avec HSBC, JP Morgan et BNP Paribas a mis en place un *dark pool*, SmartPool, traitant les valeurs les plus liquides de 15 marchés européens, qui sera étendu aux valeurs moyennes en janvier 2010.

La concurrence se traduit d'abord par des réponses aux besoins des clients apportant le plus de volume

16. De façon naturelle s'agissant de sociétés commerciales cherchant à maximiser leurs revenus, et d'autant plus que le volume traité est le principal critère d'identification/distinction de la qualité d'un marché, les opérateurs de marché (MR et MTFs) ont concentré leurs efforts en direction des clients apportant les volumes les plus importants, suivant en cela une tendance qui n'est pas spécifiquement européenne mais internationale¹⁹. Parmi ceux-ci, constituent une cible prioritaire les entités réalisant du trading haute fréquence (*high frequency trading*), qu'il s'agisse d'établissements financiers agissant en compte propre ou de certains *buy side* comme les *hedges funds*. Au plan technique, toute une série d'évolutions apparaît ainsi comme une réponse directe à l'attente de ce type d'intervenants :

- Diminution des pas de cotation ;
- Augmentation de la vitesse d'exécution allant jusqu'à la nanoseconde ;
- Développement des politiques dites de « co-location » par lesquels les systèmes de trading des membres sont logés au sein du système du marché, leur permettant ainsi une forte diminution des temps de latence ;
- Développement des politiques d'accès sponsorisé par lesquelles les membres du marché peuvent commercialement autoriser leurs clients à utiliser les possibilités de « co-location » qui leur sont ouvertes.

Au plan tarifaire, cela s'est traduit, en ce qui concerne certains opérateurs de marché, par la mise en place de politiques fortement dégressives en fonction du volume généré et par le développement, inconnu jusque là, de la rémunération de l'apport de liquidité au profit des intervenants qui maintiennent des ordres passifs en carnet.

17. Pour autant, il ne semble pas que les seuls bénéficiaires de la concurrence intense qui existe aujourd'hui entre les différentes plateformes de négociation soient uniquement les intervenants qui génèrent des volumes importants. Les grands (voire les très grands) investisseurs finaux que sont particulièrement les fonds de pension anglo-saxons bénéficient sans aucun doute du développement des *dark pools* qui leur permettent dans des conditions d'anonymat complet de minimiser leur impact de marché. Ces mêmes investisseurs peuvent également prétendre se voir retransférer les baisses de tarification opérées par les plateformes de négociation²⁰.

¹⁹ Voir en ce sens le lancement tout début janvier par le Tokyo Stock Exchange de son nouveau système "Arrowhead", qui permet l'exécution d'un ordre 600 fois plus rapidement qu'auparavant et qui peut gérer 46 millions d'ordres par jour, contre sept millions auparavant. L'objectif est ainsi d'attirer davantage les hedge funds et autres investisseurs professionnels, dont les stratégies reposent sur des systèmes sophistiqués et automatisés.

²⁰ Il faut d'ailleurs noter que ces très grandes institutions de gestion internationales sont celles qui ont imposé l'*unbundling* leur permettant une réduction à minima des commissions d'exécution et une baisse des commissions de recherche d'autant plus justifiée dans leur esprit qu'elles entretiennent de coûteux services de recherche *buy side*.

La concurrence opérée par les MTFs s'appuie sur des business models déficitaires

18. Les MTFs qui se sont mis en place avec la directive MIF reposent sur des *business models* extrêmement agressifs, avec l'objectif clairement affiché de capter une part suffisamment significative des volumes traités au prix d'une tarification qui actuellement est très en deçà de celle qui leur permettrait de couvrir leurs coûts.

Il n'est dans ce contexte pas certain que ces opérateurs de marché soient en mesure de poursuivre pendant une longue période une telle stratégie : il faut ainsi noter que Turquoise vient d'être repris par le LSE qui a annoncé le 21 décembre qu'il détiendrait 60% de la nouvelle entité formée par le rapprochement de Turquoise et de Baikal, sa propre plateforme de transactions paneuropéenne, tandis que les 40% restants reviendront aux banques d'investissement actuellement actionnaires de Turquoise.

La concurrence est aussi celle de l'OTC vis-à-vis des diverses plateformes de négociation

19. Les chiffres produits par Thomson/Reuters (*v. supra Tableau 1*) mettent en évidence que la proportion des opérations OTC est désormais très importante. Ainsi, pour les valeurs de l'Eurostoxx 600 le volume déclaré en OTC s'élevaient à 33,8% du total en septembre 2009, à 37,8% des transactions réalisées sur le CAC 40 et à 41,58% pour celles du FTSE 100.

Ces chiffres qui semblent marquer un fort développement des opérations OTC doivent toutefois être appréciés au regard de trois considérations sur la situation précédant immédiatement l'entrée en vigueur de la MIF :

- Il n'est pas certain qu'ils matérialisent une évolution significative par rapport à la période précédente. Il peut être ainsi plausible de soutenir qu'une proportion non négligeable des transactions était d'ores et déjà réalisée en OTC, les obligations de transparence post-négociation rendues obligatoires par la MIF ayant alors probablement eu pour conséquence principale de mettre en évidence une réalité qui n'était pas facilement visible auparavant.
- Négocier sur un marché recouvrait précédemment une double réalité puisque les transactions intégrées dans le volume du marché étaient, non seulement celles exécutées dans le carnet d'ordres central, mais aussi celles exécutées en dehors de ce même carnet selon les règles définies par le marché. Ce second mode d'exécution, particulièrement indispensable pour le traitement des ordres importants (négociations de blocs) conduisait ainsi à intégrer dans le volume du marché des opérations qui fondamentalement, avaient le caractère d'opérations OTC dès lors que, comme cela étaient souvent le cas, les contraintes de lien avec les opérations effectuées dans le carnet d'ordres central étaient devenues faibles²¹. La suppression de l'obligation de concentration dans les pays qui l'appliquaient, comme le nouvel environnement qui résulte de MIF, rendent désormais cette technique de report au marché sans raison : une partie du volume déclaré aujourd'hui dans les systèmes OTC, y compris dans celui des bourses traditionnelles, était sans doute ainsi incorporée auparavant dans les volumes propres de ces dernières.
- La concurrence entre OTC et plateforme de négociation est parfois moins frontale qu'il n'y paraît dans la mesure où l'OTC n'est pas toujours l'alternative à l'utilisation d'une plateforme, mais peut être aussi un mode d'exécution complémentaire. Bien des transactions OTC ont ainsi vocation à être débouclées, au moins partiellement, sur une plateforme.

²¹ Pour les opérations sur Euronext en particulier, la réglementation antérieure à la directive MIF déterminait des tailles de transaction intitulées « Montant Normal de Bloc » (500 000 euros pour les valeurs de l'Euronext 100) au-delà desquelles il était possible de traiter en dehors du cours du marché central. Par exemple, les transactions portant sur un montant supérieur à 5 fois le « Montant Normal de Bloc » pouvait être négociées à un cours différent de 5% par rapport au dernier cours traité.

Une concentration des énergies là où est l'intensité concurrentielle

20. Le développement de la concurrence entre plateformes de négociation, c'est-à-dire en pratique entre MR et MTFs (*v. supra § 15*), a pour effet naturel de concentrer les énergies là où elles doivent être mobilisées compte tenu du développement de la concurrence. Au moins deux effets en résultent qui caractérisent un changement assez profond du rôle traditionnellement dévolu aux MR.

Une moindre capacité du MR à être l'un des éléments clés de la surveillance de marché

21. Historiquement, en France particulièrement, le MR a joué un rôle important dans la surveillance destinée à assurer le bon fonctionnement et l'intégrité du marché. Mettant en œuvre les systèmes de négociation par lesquels passait une très forte proportion d'opérations (et autrefois la totalité), il était d'ailleurs particulièrement bien placé pour constituer cette première ligne de « défense » en mesure d'alerter très rapidement le régulateur sur d'éventuelles situations inhabituelles.

La transformation des MR en sociétés commerciales cotées a introduit un premier biais dans cette approche traditionnelle : toute société commerciale rencontre inévitablement des difficultés lorsqu'elle contribue à placer l'un de ses clients sous l'œil du régulateur, surtout quand cette attention se révèle finalement non fondée. Ce biais restait toutefois limité compte tenu du monopole de fait dont continuaient à bénéficier les MR : il justifiait en effet ce rôle d'assistance de la puissance publique tout en rendant illusoire le recours à des alternatives crédibles pour d'éventuels clients mécontents.

22. La situation a profondément changé maintenant que les clients disposent de telles alternatives auprès d'opérateurs qui n'exercent pas, en tous cas pas au même niveau, ces fonctions de surveillance du marché. La conséquence, signalée par plusieurs membres de l'Association, est un affaiblissement de cette fonction de surveillance de marché²², d'autant plus important que la course à la vitesse de transaction rend difficile toute mesure, qui pourrait induire un ralentissement²³.

Cet affaiblissement est naturel s'agissant d'opérateurs commerciaux soumis à une forte pression concurrentielle. Il est d'autant plus logique que, pour eux, maintenir des moyens coûteux de surveillance n'a qu'un intérêt relatif dès lors que la qualité du marché d'un titre s'apprécie généralement, et non pas plateforme par plateforme : un abus de marché sur un titre affectera l'ensemble du marché de ce titre, y compris la ou les plateformes qui auront mis en œuvre une surveillance de haut niveau.

23. Dans ce nouvel environnement, il n'est pas avéré que le nouveau système mis en place²⁴ permette aujourd'hui une surveillance de même qualité que celle qui existait précédemment. En tout état de cause, la surveillance en temps réel du marché d'un titre qui était possible lorsque les transactions étaient concentrées sur une plateforme unique de négociation, nécessite, maintenant que la liquidité est assez largement éclatée²⁵, une réflexion sur les moyens à mettre en œuvre pour y parvenir.

Cette nouvelle situation (*v. infra § 27*) rend cette question particulièrement importante dans la mesure où d'éventuelles manipulations de marché sont sans doute plus aisées et moins coûteuses.

²² Les données communiquées par NYSE-Euronext font toutefois état de 23 ETP dédiés à la surveillance de marché et d'un investissement de plus de 2 M€ dans systèmes de SMARTS monitoring.

²³ Sur NYSE-Euronext par exemple, la mise en place fin 2008 du système des "collars", en remplacement des traditionnelles suspensions de cotation lorsque le décalage de cours atteint un certain niveau, s'est traduit dans les faits par un déplacement de responsabilité vers les membres désormais chargés de veiller préventivement aux décalages de cours qui peuvent résulter des ordres qu'ils transmettent au marché.

²⁴ Qui fonctionne sur la base d'un reporting décentralisé avec échange d'informations entre régulateurs via le système TREM.

²⁵ Sous réserve toutefois que la qualité du système antérieur n'ait pas été affectée par un nombre significatifs d'opérations non reportées au régulateur (*v. supra § 19*), et donc non soupçonnables.

✚ Une moindre péréquation entre grandes valeurs et valeurs moyennes

24. Bien que les marchés actions soient ouverts à une gamme étendue d'entreprises voulant renforcer leurs fonds propres, il n'en reste pas moins que leur fonctionnement quotidien révèle une concentration de leur activité sur un nombre très limité de valeurs. A titre d'exemple ainsi, sur les 622 valeurs cotées sur Euronext Paris, celles du CAC40 ont réalisé 88,5% du volume total effectué le 12 novembre dernier, tandis que les 5 plus actives en réalisaient 27,1%.

TABLEAU 3 Répartition des titres cotés sur Euronext Paris		
Segment de marché	Capitalisation boursière	Nombre de sociétés
A	> 1 Md€	113
B	1 Md€ < > 150 M€	137
C	< 150 M€	372

Historiquement, dans la mesure où les revenus des opérateurs de marché sont assez directement liés aux volumes traités sur le marché, comme ceux d'ailleurs de leurs membres, le modèle de plateforme bénéficiant d'un monopole de fait avait permis une péréquation au terme de laquelle les ressources résultant de l'activité sur grandes valeurs contribuaient au financement de l'activité sur valeurs moyennes dont l'équilibre économique est beaucoup plus précaire.

25. La forte concurrence existant désormais entre plateformes conduit à une focalisation sur les grandes valeurs génératrices de volumes de transaction importants. Il en résulte d'abord une diminution des possibilités de péréquation financière entre segments. Il en résulte aussi une concentration de l'attention et des énergies sur les grandes valeurs au détriment sans doute des valeurs moyennes. La course technologique engagée pour capter les volumes, qui se traduit notamment par des moteurs de cotation toujours plus performants, n'a en effet pas beaucoup de sens en ce qui concerne les valeurs moyennes dont la cotation relève pour beaucoup d'entre elles d'un marché de fixing et sur lesquelles, par exemple, une activité de trading haute fréquence n'est pas envisageable.

Cette évolution peut se comprendre : les MR étant en concurrence concentrent leur attention là où se situent les enjeux concurrentiels, c'est-à-dire là où en pratique la rentabilité est la plus élevée ; en outre la révélation des différences de coûts résultant des différences de volumes de transaction générés par les valeurs a une fonction économique. Il n'en reste pas moins que toutes les conséquences liées à cette évolution ne paraissent pas encore avoir été véritablement prises en compte. Et notamment l'intérêt collectif majeur de voir un nombre important de sociétés moyennes accéder au marché et s'y développer ne trouve plus (en tout cas pas au même degré) les outils permettant de le satisfaire²⁶.

²⁶ Sur un autre plan, qui ne relève pas d'ailleurs de la directive MIF, il sera observé que l'*unbundling* joue un rôle de même nature en obligeant les intermédiaires à concentrer leurs ressources de recherche là où elles sont le mieux rémunérées, et donc pas sur les valeurs moyennes.

UN MARCHÉ QUI A CHANGE DE FORME

26. Du fait du développement d'une intense concurrence entre plateformes de négociation, le marché a sensiblement évolué. Cette nouvelle physionomie du marché se caractérise par un certain nombre d'éléments.

Une liquidité plus fragmentée

27. La concurrence entre plateforme de négociation induit un double phénomène de fragmentation de la liquidité. A côté de la fragmentation évidente qui résulte de l'éclatement de la liquidité entre plusieurs plateformes de négociation, existe aussi une fragmentation de la liquidité à l'intérieur des carnets d'ordres. En effet, la réduction des pas de cotation et l'accélération de la vitesse de transaction ont pour résultat une liquidité moins dense à une fourchette donnée²⁷ : non seulement la liquidité est plus dispersée dans le carnet d'ordres mais en outre elle apparaît et disparaît plus rapidement.

Deux conséquences en résultent :

- La première est qu'aujourd'hui, pour acheter ou vendre une même quantité de titres, il faut plus d'exécutions sur le marché qu'hier. C'est ainsi que les intervenants de marché estiment que si les volumes 2009 ont baissé de 40 à 50% par rapport à 2008, le nombre des exécutions a quant à lui augmenté de 10 à 12%²⁸.
- La seconde est que pour avoir accès à la liquidité, il faut avoir accès au minimum aux principales plateformes sur lesquelles cette liquidité est disponible.

La liquidité présente sur les plateformes est majoritairement le fait d'interventions en compte propre

28. Selon certaines évaluations, la liquidité présente sur les plateformes serait désormais essentiellement assurée (à 70%) par des opérations pour compte propre. Or, une grande partie de ces opérations, et notamment celles résultant du trading haute fréquence²⁹, sont réalisées sur un horizon de temps faible voire minuscule³⁰. Cela signifie que la liquidité extraite du marché par ces opérations est destinée à y revenir très rapidement. Elle peut d'ailleurs apparaître plusieurs fois de suite sur le marché à des moments différents, car l'intervenant va essayer, dans le cadre de son enveloppe de risque, de la faire tourner au maximum en vue d'augmenter ses profits. Il n'y a donc ni ajout, ni retrait de liquidité du fait de ces opérations. En revanche, le prélèvement et la restitution de liquidité qui sont ainsi opérés sont réalisés à un coût, que vient augmenter la marge de l'arbitragiste.

Par ailleurs, et sous réserve d'une étude scientifique qui reste à mener, malgré la baisse constatée ces derniers mois de la volatilité over-night, il semblerait que persiste une forte volatilité intra-day en dépit des interventions de plus en plus nombreuses des arbitragistes, paraissant ainsi induire qu'ils n'ont pas de rôle stabilisateur.

²⁷ Pour ce qui le concerne, NYSE-Euronext fait toutefois état d'une profondeur de marché à la meilleure limite qui a augmenté de 53% sur les douze derniers mois.

²⁸ Lors des Entretiens 2009 de l'AMF, le Directeur général du LSE a indiqué que la taille moyenne des transactions réalisée sur le système de négociation du LSE était passée de 61.000 £ à 7.000 £, entre 2000 et 2009 (chiffres qui prennent toutefois sans doute en compte les transactions réalisées en dehors du carnet central).

²⁹ Un récent rapport d'Aite Group estime que cette activité aurait représenté 70 % des volumes échangés en 2009 aux Etats-Unis : v. <http://www.aitegroup.com/reports/200902251.php>.

³⁰ Pour des exigences de gestion des risques : la position doit ainsi être ramenée à zéro en fin de journée, ou couverte de la manière la plus parfaite possible.

29. L'une des questions liées à ce développement des opérations pour compte propre concerne la stabilité de la liquidité qu'elles apportent, surtout en période de crise. On sait en effet que ces opérateurs peuvent disparaître très rapidement lorsque le risque est estimé trop important, même si certaines stratégies peuvent aussi trouver à se développer en période de volatilité, comme ce fut le cas à l'occasion de la faille de Lehmann-Brothers. Pour autant, on ne peut non plus ignorer qu'en dehors de ces périodes de crise, ils apportent une liquidité supplémentaire, utile en tant que telle au bon fonctionnement du marché.

A ce jour, il n'est pas démontré que le développement des *dark pools* et systèmes de croisement internes à prix importés affecte de façon perceptible le processus de formation des prix

30. Les derniers mois ont vu le développement, d'une part, de *dark pools*, opérés par des MTFs (Posit, Liquidnet, EuroMillenium, etc.) ou des marchés réglementés (NYSE-Euronext) et, d'autre part, de systèmes de croisement interne des ordres (*automated crossing networks*) mis en œuvre par des intermédiaires (GS Sigma X, Credit Suisse Cross Finder, UBS PIN, MS Pool, NX, AlphaX, BIX, Blink, etc.), parfois eux aussi qualifiés de *dark pools*.

Ces modes de négociation ayant pour particularité de ne pas avoir à respecter les règles de transparence pré-négociation imposées par la Directive MIF, ils suscitent de ce fait un certain nombre de discussions. Leurs détracteurs estiment qu'ils diminuent la liquidité globale du marché accessible au plus grand nombre en n'interagissant pas avec les autres ordres, et qu'ils peuvent en conséquence affaiblir le processus de formation des prix et la qualité globale du marché (avec des conséquences possibles sur la volatilité). Leurs partisans considèrent au contraire qu'ils servent l'intérêt des clients concernés tout en contribuant à améliorer l'efficacité du marché par apport d'une liquidité supplémentaire et réduction des *spreads*.

31. En l'absence de données sur l'ampleur et l'impact réels de ce développement³¹ ainsi que d'analyse sur son origine³², il est difficile de prendre position sur cette question. Il semble toutefois qu'à ce stade une majorité d'adhérents de l'AMAFI considère que l'efficacité du processus de formation des prix n'est pas altérée de façon perceptible. Naturellement le débat reste ouvert et a fortiori l'évolution possible, le processus étant encore très récent.

L'accès aux informations pré-négociation est plus coûteux

32. La fragmentation des marchés rend plus difficile l'accès à l'information sur les ordres en carnet. Cette difficulté est surmontable mais au prix de certains investissements pour, d'une part, se connecter au nombre relativement limité des plateformes offrant un carnet d'ordres ouvert et, d'autre part, agréger de façon exploitable les informations ainsi obtenues. Sous réserve de ces investissements, l'accès à une information pré-négociation de qualité reste possible.

³¹ Les chiffres évoqués varient entre 10 et 30% ou plus des volumes de transactions en Europe pour les *dark pools*, contre 10% aux États-Unis.

³² Cause ou conséquence de la fragmentation ? Pour certains en effet, ces mécanismes sont une réponse pour continuer d'offrir un service de qualité aux clients malgré la fragmentation de la liquidité.

La qualité de la transparence post-négociation est loin d'être satisfaisante

33. La transparence post-négociation souffre d'insuffisances qui font douter de sa qualité. Les difficultés ne proviennent pas tant des transactions réalisées sur les marchés réglementé et les MTF que principalement de lacunes dans les transactions OTC, qui, pour certaines, apparaissent non déclarées, déclarées plusieurs fois, ou déclarées dans des systèmes non aisément accessibles.

Cette situation qui résulte d'un manque de normalisation des données et d'une absence de système intégré recueillant l'ensemble des déclarations, constitue aujourd'hui pour une très grande majorité d'intervenants, l'un des principaux enjeux d'une amélioration de la qualité de marché à court/moyen terme.

DES INTERVENANTS DE MARCHE EN CONCENTRATION RAPIDE ET FORTE

34. Les intervenants de marché, dont le rôle est d'accompagner les émetteurs et les investisseurs, connaissent également différentes évolutions.

L'augmentation sensible du niveau d'investissement permettant d'offrir un service d'exécution de qualité

35. La nouvelle physionomie du marché exige des investissements importants de la part des intervenants pour être en mesure d'accéder à une liquidité plus fragmentée. De plusieurs natures, ces investissements concernent notamment :

- L'accès aux plateformes sur lesquelles la liquidité est disponible.
- Le développement des outils technologiques permettant de détecter la liquidité et de la saisir là où elle est présente.
- Le besoin en fonds propres permettant une interposition en compte propre pour pallier un manque de liquidité immédiatement disponible.

Ces investissements peuvent en outre concerner la mise en place de *dark pools* ou de systèmes de croisement internes afin d'améliorer la qualité du service fourni au client.

Des opportunités pour certains intervenants, notamment les plus importants

36. Pour les intervenants ayant la capacité de réaliser les investissements nécessaires, cette évolution a été créatrice d'au moins deux types d'opportunités :

- L'une concerne le trading haute fréquence sur lequel un certain nombre d'entre eux se sont positionnés ;
- L'autre concerne la sous-traitance des outils d'exécution des intervenants qui n'ont pas la capacité d'investir massivement pour suivre l'évolution technologique, mais qui souhaitent encore offrir le service d'exécution. Cette sous-traitance est d'autant plus intéressante que c'est un moyen pour le sous-traitant d'améliorer la rentabilité de ses investissements.

Les activités en compte propre se développent, au contraire des activités en compte de tiers (courtiers)

37. On constate aujourd'hui un fort développement des activités en compte propre alors que dans le même temps les intervenants de marché qui agissent pour compte de tiers se sentent désavantagés. Trois aspects paraissent devoir être pris plus particulièrement en compte de ce point de vue.

- Le premier concerne la difficulté à conserver un modèle de courtier pur dans un contexte de marché fragmenté où les clients sont de plus en plus attentifs à minimiser l'impact de marché qu'ils subissent. Le développement (déjà ancien d'ailleurs) de la facilitation constitue une réponse à cette préoccupation que renforce désormais la dispersion observée de la liquidité.
- Le deuxième aspect est lié à la politique de tarification mise en place par certains MTFs qui tend à utiliser un modèle dans lequel l'ordre passif (qui se place dans le marché sans être exécuté immédiatement) est rémunéré (ou non tarifé) alors que l'ordre qui traverse la fourchette pour une exécution immédiate est facturé. La conséquence en est que la liquidité traversant la fourchette est pénalisée car elle supporte la quasi-totalité des coûts (prix de la fourchette plus tarification passive) alors que c'est elle qui guide le processus de formation des prix.
- Le troisième aspect est lié à la politique de « co-location » offerte par les marchés et les MTFs qui permet à des membres (voire à leurs clients) de positionner leurs ordinateurs et leurs logiciels d'exécution au plus près de ceux du marché pour accroître ainsi leurs capacités de réaction. Cette faculté, qui ouvre un avantage important lorsqu'il s'agit de capturer de la liquidité, n'est pas véritablement accessible aux intervenants pour compte de tiers : dans le cadre de la politique de meilleure exécution à laquelle ils sont tenus, ceux-ci doivent en effet placer un système d'aiguillage des ordres (SOR) au centre de gravité des différents marchés qui sur la base d'une « photo » des différents carnets d'ordres routera en conséquence les ordres dont ils sont chargés.

La concentration des intervenants

38. Toutes ces évolutions conduisent à constater que le mouvement de concentration des intervenants de marché, à l'œuvre depuis de nombreuses années, connaît une nouvelle accélération. Il est probable qu'à terme un faible nombre d'entre eux aura une capacité paneuropéenne.

Selon des sources en provenance de CHI-X et Turquoise, il semblerait qu'environ 200 intervenants³³ seraient réellement « observables » au niveau européen, les dix premiers d'entre eux captant 75% des volumes.

La perspective d'un marché dominé par une poignée de très grands intervenants est donc plausible, avec les questions que cela soulève en termes de concurrence, de transparence, de formation des prix, et d'égalité entre investisseurs.

³³ Dont 10% n'auraient pas survécu à la crise.

39. Cette concentration des intervenants, inéluctable dans le cadre actuel, paraît accentuée, en tous cas dans le contexte français³⁴, par la forte pression qu'exercent certains investisseurs pour se voir restituer la quasi-totalité des baisses de tarifs annoncés par les marchés et chambres de compensation, sans tenir compte des coûts supplémentaires générés par le nouvel environnement : certains intermédiaires estiment ainsi que si leur coût unitaire d'exécution a baissé de l'ordre de 30%, le coût moyen de réalisation d'une transaction a quant à lui augmenté de 12 %.

DES EMETTEURS ET DES INVESTISSEURS QUI RENVOIENT MAJORITAIREMENT UNE IMAGE CRITIQUE

40. La nouvelle structure de marché qui est aujourd'hui en train de se dégager n'est pas acceptée par beaucoup d'émetteurs et d'investisseurs. Cela est particulièrement vrai au niveau français.

Des émetteurs qui paraissent globalement peu satisfaits

✚ Un coût d'accès au financement de marché qui ne semble pas avoir baissé

41. La baisse des coûts de financement pour les émetteurs était l'un des grands arguments mis en avant pour la mise en œuvre de la MIF. De ce point de vue, et bien qu'il n'existe pas d'études documentées à ce stade, il est peu probable que des baisses soient intervenues.

Il est vrai que le déclenchement de la crise, avec les difficultés d'accès au marché qui en ont résulté, pourrait permettre de soutenir que l'absence même de hausse constitue déjà un résultat positif

✚ Un marché moins lisible

42. Dans le suivi de leur marché, les émetteurs sont depuis toujours attentifs à comprendre les variations de cours qui affectent leur titre et à pouvoir déceler les éventuels mouvements qui affectent leur capital. La fragmentation du marché et l'affaiblissement global de la transparence post-transaction rendent aujourd'hui difficiles cette compréhension et cette découverte.

Cela constitue un fort élément d'insatisfaction pour les émetteurs, plus sans doute que le coût d'accès.

✚ Des doutes accentués sur l'efficacité du marché

43. Les émetteurs sont souvent prompts à mettre en doute l'efficacité du marché, accusé notamment de « court-termisme » ou d'incapacité à comprendre les fondamentaux des entreprises. Bien qu'aucune étude de fond ne soit disponible sur cet aspect, ces doutes sont à l'évidence renforcés dans une situation où le marché est moins lisible et où la part de l'OTC et des transactions en compte propre apparaît désormais très importante.

³⁴ Où il existe au surplus une difficulté traditionnelle (bien antérieure à la MIF) à faire rémunérer la qualité du service (non observée chez les investisseurs étrangers, notamment anglo-saxons). Le mécanisme des commissions de courtage partagé (CCP) avait pour objet de redonner un « prix » à la valeur ajoutée créée par la recherche : il se traduit en fait par une nouvelle pression à la baisse sur les tarifs par réduction du nombre d'intermédiaires d'exécution retenus et par une faible valorisation des prestations de recherche.

Une appréciation contrastée chez les investisseurs

Des investisseurs de détail encore peu concernés

44. Les investisseurs de détail sont encore relativement peu concernés par les évolutions constatées ces derniers mois dans la mesure où l'offre de service qui leur est destinée est fréquemment restée la même, notamment du point de vue de la tarification. Dans quelques cas toutefois, une amélioration de cette offre de service a été réalisée, que ce soit en termes de tarif ou d'élargissement des marchés accessibles.

Dans ce contexte et même s'ils sont peu (voire pas) affectés par les évolutions de structure du marché, l'impression des investisseurs particuliers est sans doute celle d'une incompréhension renforcée des mécanismes de marché.

Des investisseurs institutionnels dont la perception varie selon la taille

45. La catégorie des investisseurs institutionnels recouvre une réalité très large. Un nombre restreint d'entre eux réalise des volumes significatifs et a la capacité de prendre des participations importantes dans le capital de certains émetteurs. Pour ce segment d'acteurs, les évolutions observées vont probablement dans le bon sens :

- Au travers d'outils comme les *dark pools*, ils ont la possibilité d'avoir accès à la liquidité tout en réduisant, voire en supprimant encore plus leur impact de marché (*v. supra § 17*).
- Ils bénéficient des baisses de tarifs d'exécution, de compensation et de règlement-livraison.
- Ils ont la capacité de réaliser et d'amortir les investissements nécessaires à la bonne compréhension d'un marché plus fragmenté.

En revanche, les investisseurs institutionnels qui n'appartiennent pas à ce segment se retrouvent face à un marché d'autant plus difficile que les ressources des intermédiaires sont d'abord allouées là où elles reçoivent la meilleure rémunération. Dans cette optique, l'obligation de meilleure exécution posée par la directive MIF est parfois considérée comme un leurre par rapport à ce qui en était attendu.

QUELS AXES DE REFLEXION ?

46. L'évolution profonde qu'a connue l'organisation des marchés actions en Europe notamment ces derniers mois est maintenant en débat. Parfois passionnés, ces débats sont nécessaires au regard de l'enjeu que constitue, comme cela a déjà été souligné, cette organisation en termes de bon financement de l'économie et d'allocation adéquate de l'épargne. C'est surtout vrai dans un contexte qui renvoie une image générale négative et où prédomine l'impression que le marché fonctionne d'abord au profit des intervenants ou de certains d'entre eux, et non des clients finaux que sont les émetteurs et les investisseurs.

Il y a certainement un besoin de compréhension, et donc d'explication (notamment vis-à-vis des décideurs politiques), de l'intérêt que présente la multiplication des opérations pour compte propres, le développement des *dark pools*, ou l'accélération de la vitesse de transaction qui implique que des jugements sur l'intérêt d'acheter ou vendre un titre puissent être réalisés et réévalués à la nanoseconde !

47. Il est toutefois frappant de constater qu'à ce stade les réflexions semblent plus guidées par des réactions intuitives que par une analyse approfondie fondée sur des données objectives³⁵. Celles-ci ne sont pas disponibles, et aucun travail de rassemblement ne semble encore véritablement engagé³⁶. Il est également frappant d'observer qu'au plan européen, il ne semble pas y avoir de véritable débat dans un sens ou un autre sur la structure de marché que nous nous assignons collectivement comme objectif à terme, et dont la définition doit être appuyée par une telle analyse approfondie.

OBJECTIVER L'ANALYSE

48. Pour l'AMAFI, il est d'autant plus essentiel de rassembler un certain nombre de données sur lesquelles appuyer la réflexion que les Etats-Unis disposent déjà d'une structure de marché particulièrement ambitieuse (RegNMS, DTCC, compensation etc.) pour laquelle des réflexions et des actions significatives ont été engagées afin de la renforcer tout en tenant compte des évolutions intervenues ces derniers mois, qui sur de nombreux aspects, convergent avec celles observées en Europe, bien que l'environnement soit très différent et n'ait pas connu la rupture attribuée à la directive. La comparaison avec l'évolution du marché américain doit certainement constituer l'un des axes constants et majeurs de la réflexion.

Quelques points, peu nombreux mais fondamentaux, nécessitent ainsi une attention particulière.

³⁵ De ce point de vue, on se référera à l'étude que vient de publier le CFA qui s'appuie sur un sondage réalisé auprès de ses membres, à l'exclusion de toutes autres données (Market Microstructure: The Impact of Fragmentation under the Markets in Financial Instruments Directive, CFA Institute Centre for Financial Market Integrity, December 2009).

³⁶ Il semble que CESR ait engagé diverses réflexions sans qu'il ne soit toutefois assuré que celles-ci permettent de dégager la vision d'ensemble qui paraît absolument nécessaire.

Caractériser la liquidité

49. L'enjeu central compte tenu de la fragmentation de la liquidité observée, est d'en déterminer les principales caractéristiques. Cela suppose de préciser :

- Les conditions de sa dispersion entre les différentes poches existantes : plateformes de négociation, *dark pools*, systèmes de croisement internes, autres ...
- Sa nature en distinguant principalement des autres les opérations dont l'horizon de temps maximal est situé à l'intérieur de la journée.
- Les bénéfices ou inconvénients que présentent, pour le fonctionnement du marché, les opérations dont l'horizon de temps maximal est situé à l'intérieur de la journée.

Sur ces aspects, il est bien évident que l'étude doit porter sur un ensemble de valeurs suffisamment large pour être représentatif, mais en même temps assez étroit que les données puissent être effectivement recueillies et analysées.

Expertiser certaines évolutions techniques

50. Deux évolutions techniques sont aujourd'hui plus particulièrement en discussion, et nécessiteraient d'être expertisées de façon approfondie³⁷. Il s'agit de :

- La taille des pas de cotation.
- La vitesse de transaction.

Cette expertise devra bien sûr être notamment menée au regard des éléments mis en évidence en ce qui concerne la liquidité puisqu'aujourd'hui une part assez large de celle-ci semble directement issue de ces évolutions. Il s'agira également de déterminer si l'accélération de la vitesse de transaction est nuisible, profitable ou neutre en termes d'efficience du processus de formation des prix.

Tracer les lignes de force du paysage de marché du futur

51. Il serait utile aujourd'hui de tenter de projeter l'effet des tendances de marché pour déterminer le futur paysage qu'elles seraient susceptibles de dessiner dans quelques années.

Ce serait notamment important au regard de la capacité à préserver un véritable environnement concurrentiel, que ce soit au niveau des intervenants de marché ou des infrastructures de marché³⁸, qui a constitué l'un des éléments fondateurs de la démarche menée au travers de la directive MIF.

³⁷ Il est à noter que le débat engagé aux Etats-Unis sur la légitimité des *flash orders* (ordres qui sont révélés seulement à quelques intervenants de marché pendant un très bref espace de temps avant d'être placés sur le marché) n'existe pas en Europe.

³⁸ Le constat que beaucoup de MTFs fonctionnent sans dégager de profits et que la consolidation des nouvelles plateformes a déjà commencé doit particulièrement être pris en compte (*v. supra* § 18).

Préciser les attentes des investisseurs et émetteurs et leurs souhaits éventuels d'évolution

52. Si le marché est un outil important pour les émetteurs puisque c'est son existence qui leur permet de lever les financements dont ils ont besoin au moindre coût, c'est cependant un outil qui est plus encore au service des investisseurs. Il est donc important qu'ils précisent leurs besoins et attentes en la matière, ce qui n'a sans doute pas été le cas lors des discussions qui ont entouré l'adoption de la directive, faute semble-t-il d'une mobilisation suffisante de leur part.

Dans cette perspective, il faudra probablement envisager la pondération de leur opinion en fonction de leur importance sur le marché : le sujet étant le financement des entreprises, il semble difficile de ne pas prêter une attention accrue aux préoccupations de ceux qui ont le plus de capacité à participer à ce financement.

DETERMINER LA STRUCTURE DE MARCHÉ COLLECTIVEMENT VOULU

53. Il est peu vraisemblable que les éléments de réflexion précédemment énoncés permettent à eux seuls de tracer une vision claire de ce que devrait être la structure de marché optimum. Il est en effet assez probable que les interactions mises en évidence seront complexes à apprécier et que tous les avis ne convergeront pas, les attentes, besoins et intérêts des diverses populations utilisatrices de marchés pouvant différer plus ou moins sensiblement selon les aspects.

Dans cet environnement, et alors que la crise a détruit le postulat selon lequel le marché trouvait spontanément son optimum d'organisation dès lors qu'existait une saine concurrence, il sera nécessaire d'opérer un arbitrage entre les différents intérêts en présence, en déterminant notamment ceux qui rejoignent l'intérêt général et méritent à ce titre d'être pris en compte.

Quatre voies s'imposent spécifiquement.

Le renforcement de la transparence post-négociation.

54. La nécessité d'un renforcement de la transparence post-négociation semble constituer aujourd'hui un point consensuel.

Ce renforcement, qui peut être plus ou moins ambitieux selon la nature de la consolidation envisagée, devra nécessairement poser la question du caractère commercialisable ou non des données post-négociation, au moins dans leur format brut.

Il faudra également examiner la pertinence des délais de publication dont disposent certains intervenants en fonction de la taille de leurs opérations, étant observé que le principe même de tels délais ne paraît plus aujourd'hui discutable, au moins pour les opérations les plus importantes.

Un objectif paraît notamment être de construire l'équivalent européen d'une forme de « *consolidated tape* » de type américain.

Le renforcement de la transparence pré-négociation.

55. Il faut s'interroger sur l'opportunité et la possibilité de réaliser à l'instar de ce qui a été recherché par divers moyens aux Etats-Unis d'une forme nouvelle de confrontation plus générale et plus ouverte des ordres, permettant au plus grand nombre possible d'intervenants, et notamment d'investisseurs, de disposer de la transparence et des facilités d'accès dont ils ont besoin.

Cela conduit notamment à se prononcer sur l'opportunité d'une transposition ou d'une adaptation du modèle nord-américain fondé sur la recherche du meilleur prix par reroutage des ordres qui ne remplissent pas les critères leur permettant de bénéficier d'une dérogation, celles-ci étant d'ailleurs en voie de réduction). Ce nécessaire débat est cependant intimement lié à celui des structures de post-marché (*v. infra § 57*) dans la mesure, où à la différence des Etats-Unis, l'absence d'unification de celles-ci limite les possibilités de reroutage.

Alternativement ou simultanément, cette réflexion pourra aussi envisager l'intérêt qu'il y aurait, valeur par valeur, à permettre l'attribution d'une situation de référence centrale à une plateforme donnée afin d'y concentrer les échanges, et donc toute une partie de la liquidité pour améliorer l'efficacité de sa fonction de découverte des prix. La concentration de la liquidité doit favoriser en outre l'intégrité et la transparence du marché, mais aussi la baisse des coûts dès lors qu'une gouvernance de qualité de la plateforme concentratrice est adoptée.

Les conditions d'une égalité de traitement.

56. L'un des axes de réflexion mis en exergue par les développements techniques récents concerne les conditions dans lesquelles devraient être assurée une certaine égalité de traitement entre investisseurs. L'émergence d'un marché au sein duquel existe une forte distorsion entre les acteurs (investisseurs et intervenants) qui peuvent investir massivement dans la technologie et les autres pose en effet un certain nombre de questions qui nécessitent d'être analysées soigneusement au regard de la fonction de financement de l'économie qu'assume les marchés.

Aux yeux du public (cette notion recouvrant d'ailleurs une large part des émetteurs et des investisseurs professionnels), c'est en tous cas l'un des aspects qui suscite le plus d'interrogations aujourd'hui.

La mise en place de structures de post-marché efficaces.

57. Cette question dépasse le champ de la réflexion tel qu'il est immédiatement envisagé. Elle en est néanmoins indissociable dans la mesure où l'absence d'interopérabilité entre les structures de compensation d'une part, de règlement-livraison d'autre part, a des incidences très directes sur le paysage de marché. Il faut particulièrement envisager, à l'instar à nouveau de la solution qui s'est dégagée aux Etats-Unis, une fonction transversale sous la forme d'une institution commune, coopérative, desservant la totalité d'un marché donné.

La crise a par ailleurs mis en évidence toute la nécessité d'une sécurisation forte de ces structures, notamment en ce qui concerne la compensation. De ce point de vue, il n'est pas possible d'ignorer que ces structures étant interdépendantes les unes des autres, leur robustesse d'ensemble est équivalente à celle du maillon le plus faible, renforçant ainsi l'intérêt d'un cadre harmonisé.