

**De la concentration des ordres de bourse
à la centralisation de l'information boursière.
Enjeux et perspectives de la révision de la directive MIF**

Pierre-Cyrille Hautcoeur (École des hautes études en sciences sociales, École d'économie de Paris, hautcoeur@pse.ens.fr)

Paul Lagneau-Ymonet (Université Paris-Dauphine, IRISSO, paul.lagneau-ymonet@dauphine.fr)

Angelo Riva (European Business School, IDHE Paris-Ouest-La Défense, angeloriva@ebs-paris.fr)

La crise déclenchée par le retournement du marché des emprunts immobiliers, à l'été 2007, aux Etats-Unis, a contraint des gouvernements pourtant acquis à l'économie de marchés dérégulés à envisager de faire ce qu'ils avaient répété ne plus pouvoir ni vouloir faire ces dernières années : manipuler la monnaie, entrer au capital d'institutions financières, suspendre certaines opérations jugées spéculatives. Passée l'urgence, on allait remettre à l'endroit la finance et les institutions du crédit : la monnaie, les banques et les marchés...

Le G20 n'a pourtant pas accouché du Bretton Woods que certains appelaient de leurs vœux. Les pouvoirs publics cherchent certes à davantage contrôler les banques et les professionnels de marché. La redéfinition des *ratio* prudentiels et des standards comptables devrait doter les institutions financières d'une assise capitalistique moins faible au regard des risques encourus ; l'encadrement des bonus devrait infléchir les comportements dans le sens d'une plus grande prudence et d'une moindre *auri sacra fames*. Le Président des Etats-Unis envisage désormais la partition des opérations de négoce pour compte propre et des activités d'intermédiation bancaire et boursière.

Jusqu'à présent, l'organisation des transactions boursières n'a pas bénéficié de la même velléité réformatrice de la part des autorités publiques. Et pourtant ! Les risques pris par les institutions financières et leurs professionnels dépendent aussi des marchés sur lesquels ils opèrent. C'est pourquoi, la prochaine révision de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF), entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007, constitue un enjeu considérable pour la rérégulation des activités financières et la stabilité du système financier mondial.

Quels étaient les objectifs de la directive MIF ?

La directive MIF promettait « une infrastructure de négociation efficace, transparente, intégrée » en Europe¹. Pour ce faire, elle abolissait - dans les pays où elle existait encore, comme la France - la règle de concentration des ordres boursiers, qui imposait (en général) leur exécution sur un marché réglementé, y créait de la liquidité et contribuait ainsi à l'émergence de prix *sincères*. À la place de ce modèle classique (qui inspira Walras et sa défense de l'efficacité et de la justice des marchés), la directive a institué la concurrence entre les marchés réglementés et d'autres dispositifs d'exécution des transactions boursières (les systèmes multilatéraux de négociation et les intermédiaires internalisateurs)², sans pour autant contenir l'expansion des marchés de gré à gré qui étaient déjà en place. Cette concurrence entre plateformes de négociation pour l'exécution des ordres dans le cadre d'un véritable « marché des marchés boursiers » (« *a market for markets* » pour reprendre l'allitération anglophone) était censée faire baisser les coûts de transaction. Cette réduction de coût devait elle-même accroître la liquidité des marchés et donc abaisser le coût du capital pour les émetteurs. En outre, des obligations de publicité pré- comme post-exécution des ordres, variables selon le dispositif d'exécution, devaient améliorer le processus de découverte des prix et contribuer à l'intégrité des marchés. Cette transparence devait permettre la *best execution*, c'est-à-dire la garantie aux clients du meilleur prix, du moindre coût et de la plus forte probabilité d'exécution de leurs ordres. *Last but not least*, l'architecture concurrentielle et transparente instaurée par la directive allait contribuer à l'intégration du marché financier européen, toujours morcelé par les clivages hérités des histoires financières variées des pays membres de l'Union.

La directive MIF a-t-elle rempli les objectifs que ses promoteurs mettaient en exergue ?

Les premières évaluations publiées par des organismes aussi peu suspects d'anticapitalisme financier que le Comité européen des régulateurs boursiers (CESR) ou l'Association française des marchés financiers (AMAFI) révèlent bien des déceptions³. S'il est vrai que la concurrence a fait baisser les commissions payées par les intermédiaires financiers collecteurs/générateurs d'ordres, rien n'indique que la baisse bénéficie aussi aux clients finaux, investisseurs institutionnels et, *a fortiori*, investisseurs particuliers. Des membres de l'AMAFI estiment que le coût unitaire d'exécution (les commissions) a baissé d'environ 30%, mais que le coût moyen de réalisation d'une transaction a lui *augmenté* de 12% (AMAFI, p. 15). En fait, la fragmentation de la liquidité et de l'information induite par la concurrence entre les différents dispositifs d'exécution des ordres exige des investissements informatiques gigantesques pour

1 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 les directives 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil (2003/C 71 E/07) – COM (2002) 625 final – 2000/0269(COD), JOCE du 25 mars 2003.

2 Les systèmes multilatéraux de négociation sont exploités par un prestataire de service d'investissement ou un opérateur de marché(s) réglementé(s). Ils permettent de réaliser des transactions sur des titres de sociétés inscrits à la cote de marchés réglementés dans des conditions moins contraignantes de contrôle et de publicité des termes de l'échange. Les internalisateurs sont des banques qui appartiennent des ordres, sans les présenter sur aucun marché.

3 CESR, Impact of MiFID on equity secondary markets functioning, 10 juin 2009 ; AMAFI, Révision de la directive MIF, Paris, 7 janvier 2010.

reconstituer l'information indispensable au commerce des titres. Au-delà de ces coûts d'équipement, la reconstitution et le traitement des informations éparpillées s'avèrent onéreux.

De plus, la fragmentation de la liquidité implique une diminution de la taille moyenne des transactions⁴. Dès lors, la passation d'ordres de taille importante oblige à les diviser pour les exécuter sur plusieurs dispositifs de négociation, induisant ainsi le paiement d'autant de commissions. On observe, d'ailleurs, depuis la mise en œuvre de la directive MIF une augmentation des écarts entre les prix offerts et demandés pour un même titre (les *spreads*), traduisant une diminution sensible de la liquidité des titres cotés⁵. Cela dit, c'est dans le domaine de la transparence des opérations que les effets de la directive MIF sont les plus décevants. La fragmentation de la liquidité entre des dispositifs de négociation concurrents et toujours plus opaques a dispersé et détérioré les informations de marché. Cette désagrégation n'a été que partiellement compensée par les données payantes que proposent un nombre restreint de fournisseurs d'informations financières. Surtout, ces entreprises ne réalisent aucune surveillance ni alerte auprès des régulateurs sur les transactions dont ils diffusent les termes à leurs clients. Dans ces conditions, la *best execution* ne peut être qu'une chimère.

En fait, seuls les grands opérateurs internationaux, notamment ceux qui opèrent pour leur compte propre ont pu consentir les coûts d'investissement informatique et tirer leur épingle du jeu. Ils tirent profit désormais des avantages informationnels que leur procurent ces investissements. Les bénéfices ainsi générés constituent pourtant à l'échelle du système financier l'équivalent structurel des délits d'initiés que l'on observe (et parfois sanctionne) au niveau des entreprises. Pour les autres intermédiaires (sans même parler de leurs clients), l'accroissement drastique des coûts d'acquisition et de traitement des informations surpasse la baisse nominale des commissions de négociation. L'une des conséquences de la directive MIF pourrait donc bien être la concentration accrue, si cela est encore possible, de l'intermédiation financière, alors même que les régulateurs et les pouvoirs publics expriment leur suspicion à l'encontre d'institutions financières trop grosses pour ne pas être sauvées par la collectivité en cas de défaut (les fameux « *too big to fail* »)⁶. Pour caractériser les profits que ces mastodontes tirent de l'assurance que la collectivité est forcée de leur consentir, on pourrait d'ailleurs forger un néologisme à la mesure de leur démesure : « l'abus de position systémique ».

L'enjeu central de la révision de la directive MIF réside dans l'organisation des transactions boursières. Sur le marché de l'intermédiation boursière, la lutte est aujourd'hui exacerbée pour capter la négociation des titres les plus liquides (les grosses capitalisations et les dérivés standardisés). En revanche, on constate que les challengers délaissent les introductions en bourse ainsi que la cotation des entreprises de moindre renommée, qui restent le lot des marchés réglementés. Pour contrer des rivaux qui opèrent bien souvent à perte (en subventionnant les clients qui leur adressent des ordres), les marchés réglementés se concentrent sur leurs principaux clients, ceux qui génèrent le plus de volume de transactions. Quant bien

4 CESR, op. cit., p. 8.

5 Sans doute, est-il difficile de distinguer les conséquences de la directive MIF et les effets de la crise sur l'augmentation des *spreads*. Pourtant, même la faillite de Lehman Brothers ne semble pas avoir renforcé, à la Bourse de Londres, cette tendance.

6 Il y a moins de 200 intermédiaires qui opèrent à l'échelle européenne et parmi eux, les dix plus importants génèrent environ les trois quarts des transactions (AMAFI, op.cit., p. 14).

même ceux-ci sont parmi les premiers utilisateurs ou actionnaires des systèmes multilatéraux de négociation. Grevés par les coûts qu'induisent leurs obligations statutaires en matière de surveillance des opérations et de transparence des transactions, certains marchés réglementés commencent à reporter sur les émetteurs les coûts que les commissions de négociation couvraient autrefois. D'autres marchés réglementés acquièrent des systèmes multilatéraux de négociation ou développent des *dark pools*⁷, brouillant un peu plus les limites entre marchés réglementés et dispositifs opaques de négociation. Certains marchés réglementés pourraient même envisager d'abandonner ce statut : ils ne seraient alors plus soumis aux obligations réglementaires qui en découlent, et pourraient, c'est du moins l'espoir qui guide cette stratégie, batailler « d'égal à égal » avec leurs concurrents soumis à une réglementation bien moindre⁸.

La directive MIF a en fait accentué une tendance qui n'a cessé de croître depuis la résurgence, dans les années 1960, d'opérations financières transnationales réalisées en marges des bourses historiques : l'affirmation de marchés privés et opaques, au détriment des bourses publiques et réglementées. Fernand Braudel avait déjà magistralement démontré comment la tension entre ces deux types de dispositifs est inhérente au capitalisme. On pourrait même considérer la domination des marchés privés sur les marchés publics comme un indicateur pertinent de la financiarisation de l'économie et de la puissance des principaux opérateurs financiers. Ceux-ci ont toujours intérêt à faire accroire que des marchés financiers davantage opaques et moins surveillés (ou « autorégulés ») seraient plus efficaces parce qu'ils permettraient d'abaisser les coûts de transaction. Pourtant l'histoire financière enseigne que la régulation boursière n'est pas contradictoire avec l'essor des activités financières tant elle peut améliorer leur organisation.

Ainsi, en France, la grande période de développement financier qui dure jusqu'aux années 1930 s'appuie sur une structure duale, dans laquelle le marché officiel organisé par les agents de change assure coûts de transaction faible, exécution garantie, stabilité et transparence aux intervenants petits et moyens, tandis que la Coullisse, non réglementée, permet une activité plus spéculative et innovante aux grands opérateurs⁹. A New York, le marché obligataire quitte le marché réglementé (le New York Stock Exchange) pour devenir principalement de gré à gré (Over The Counter) dans les années 1940, quand les investisseurs institutionnels deviennent dominants sur ce type de titres, mais c'est au prix d'un accroissement des coûts de transaction et d'une opacité qui conduit certains émetteurs et de petits investisseurs à continuer de recourir au

7 Un *dark pool* est un système de négociation exempté des obligations de transparence pré-négociation telles qu'elles sont définies par la directive MIF.

8 Cette orientation stratégique repose sur l'idée contestable que le statut de marché réglementé n'induirait que des coûts pour les opérateurs de marché(s) réglementé(s) alors que, pour défendre, auprès des autorités publiques et des régulateurs, leurs intérêts contre ceux des autres dispositifs de négociation, ce statut constitue aussi, une ressource précieuse. Cela dit, il est incontestable que l'efficacité de cette ressource décroît à mesure que les opérateurs des marché(s) réglementé(s) développent eux aussi des dispositifs opaques de négociation.

9 Pierre-Cyrille Hautcoeur et Angelo Riva, *The Paris Financial Market in the XIX century : an Efficient Multi-Polar Organization ?* Paris School of Economics Working Paper, n° 31, 2007 ; Pierre-Cyrille Hautcoeur, Amir Rezaee et Angelo Riva, *How to Regulate a Financial Market ?* Paris School of Economics Working Paper, 2010 n° 1 ; Paul Lagneau-Ymonet et Angelo Riva, « Les opérations à terme à la Bourse de Paris », in N. Levratto et A. Stanziani (dir.), *Le capitalisme au futur antérieur. Crédit et spéculation en France, fin dix-huitième début vingtième siècle*, Bruxelles, Bruylant, 2010.

marché réglementé¹⁰. La dualité entre marchés réglementés et marchés de gré à gré permet donc d'offrir des garanties de transparence, d'efficacité et de stabilité sans empêcher l'innovation et la concurrence. C'est pourquoi, il faut absolument refuser la convergence actuelle vers des dispositifs de négociation toujours plus opaques et moins réglementés. Au contraire, la révision de la directive MIF devrait être l'occasion de ramener les marchés réglementés au centre de l'architecture boursière européenne.

Comment raffermir la dimension publique des marchés financiers ?

Au statut de marché réglementé devrait être adjointe l'attribution d'une mission d'intérêt général à l'échelle européenne. Elle consisterait pour chaque marché réglementé à recevoir, consolider, surveiller et rediffuser, pour les sociétés inscrites à sa cote, les flux d'informations pertinentes (les prix affichés, les quantités à échanger et les types d'ordres) en provenance des autres marchés où se négocient les titres de ces sociétés. Les marchés réglementés sont les mieux dotés pour exercer ces fonctions : ils ont le savoir-faire, les ressources en personnel compétent, ainsi que les systèmes d'information nécessaires. De plus, la multicotation des mêmes titres sur plusieurs marchés réglementés n'est pas développée au point de rendre invisibles des formes de coopération entre ces derniers¹¹.

Il s'agirait donc de relier les marchés réglementés aux autres dispositifs de négociation résidant dans l'espace européen par un réseau informatique qui intégrerait les informations concernant les transactions sur les titres des sociétés cotées sur ces marchés réglementés, tout en laissant les intermédiaires exécuter leurs ordres là où bon leur semble. Cela permettrait aux professionnels d'avoir sur leurs écrans toute l'information pertinente. Cela faciliterait aussi la surveillance des opérations et notamment la détection des abus de marché qui, aujourd'hui, se font souvent par la manipulation des cours d'un même titre coté sur différents systèmes multilatéraux de négociation, dont les obligations de surveillance ainsi que les ressources allouées à cette fonction sont très en deçà de celles des marchés réglementés.

Certes la directive MIF prévoyait un système de *reporting* décentralisé entre régulateurs par le biais du réseau informatique TREM (*Transaction Reporting Exchange Mechanism*). Pourtant, il semble que ce dispositif d'échange d'informations, qui ne concerne d'ailleurs que les opérations passées, ne suffise pas pour surveiller efficacement ce qui se passe sur toutes les plateformes de négociation¹².

Dans la mesure où ces informations indispensables à l'avènement de la *best execution* constituent des externalités précieuses, le financement des infrastructures technologiques et la rémunération des équipes de surveillance devrait se fonder sur la mutualisation des coûts, répartis entre tous les dispositifs de négociation *au prorata* des volumes négociés sur les volumes des titres admis à la cote de chaque marché réglementé.

¹⁰ Bruno Biais et Richard Green, « the microstructure of the bonds market in the 20th century », WP, IDEI, 2005.

¹¹ À ce jour, il existe surtout entre marchés réglementés une concurrence indirecte dès lors qu'ils développent des dispositifs de négociation opaques des titres de sociétés cotées sur d'autres marchés réglementés (AMAFI, 7 janvier 2010, p. 7). Par ailleurs, si les tensions suscitées par les tentatives avortées de fusion entre les principaux opérateurs de marchés réglementés européens ne doivent pas être sous-estimées, le renouvellement de leurs équipes dirigeantes pourrait être l'occasion de tourner la page.

¹² AMAFI, op.cit., p. 9.

Définir ce service de centralisation de l'information boursière comme relevant d'une mission d'intérêt général serait à la fois cohérent et opératoire. En effet, la collecte, la surveillance et la diffusion des informations de marché entrent dans la définition des missions d'intérêt général telle que le droit communautaire les conçoit puisqu'elles « touchent à la question centrale du rôle joué par les autorités publiques dans une économie de marché, à savoir, d'une part, veiller au bon fonctionnement du marché et au respect des règles du jeu par tous les acteurs, et d'autre part, garantir l'intérêt général, notamment la satisfaction des besoins essentiels des citoyens et la préservation des biens publics lorsque le marché n'y parvient pas. »¹³. Si la définition des missions d'intérêt général est du ressort des pouvoirs publics, la prestation des services correspondants peut très bien être réalisée par des entreprises aux statuts variés. Ainsi, notre proposition ne remettrait pas en cause la diversité statutaire des opérateurs de marchés réglementés, qu'il s'agisse d'autorités publiques, de structures mutuelles ou d'entreprises privées¹⁴. Par ailleurs, cette proposition n'instaurerait pas de distorsion de concurrence. Au contraire, la mutualisation des coûts, option compatible avec les textes en vigueur, rétablirait l'équité concurrentielle que la directive MIF avait altérée en ne faisant supporter qu'aux seuls marchés réglementés les coûts induits par l'indispensable transparence et la nécessaire surveillance des transactions boursières.

En somme, la proposition que nous avons esquissée permettrait de pallier nombre de problèmes induits par l'entrée en vigueur de la directive MIF ou révélés par la débâcle financière de 2007-2008. La mutualisation des coûts *au prorata* des volumes échangés abaisserait le coût total d'exécution des ordres tout en conservant une certaine hétérogénéité institutionnelle parmi les dispositifs de négociation boursière. Cela permettrait aussi de préserver des intermédiaires de dimensions variées et donc de contenir la constitution d'institutions trop grosses pour ne pas devenir incontrôlables. La surveillance des opérations, quelle que soit la modalité d'exécution des ordres, serait rendue plus facile par la concentration et la mise à disposition de toutes les informations disponibles sur les transactions des titres inscrits aux cotes des bourses européennes. Cela contribuerait ainsi à raffermir, à l'échelle communautaire comme dans chaque place financière de l'Union, les liens entre régulateurs et marchés réglementés.

Cette proposition améliorerait donc le fonctionnement ordonné de l'intermédiation boursière européenne. Elle gagnerait, bien évidemment, à être menée de front avec la constitution d'une structure mutualiste de compensation et de règlement-livraison, sous l'égide de la banque centrale européenne. De telles réformes ne permettraient sans doute pas d'éviter à jamais bulles et krachs ; elles devraient cependant limiter leurs effets, et rétablir la crédibilité des marchés financiers, une condition indispensable à leur utilité sociale et, sans doute, à leur survie.

13 http://europa.eu/legislation_summaries/competition/state_aid/123013_fr.htm.

14 Communication de la Commission européenne au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Livre blanc sur les services d'intérêt général, Bruxelles, 12.5.2004 COM(2004) 374 final ; Ruben Lee, *The governance of financial market infrastructure*, Oxford Finance Group, Janvier 2010.