

Révision de la directive Marchés d'instruments financiers
--

Bénédicte FRANÇOIS

Maître de conférences à l'Université F. Rabelais (Tours)

La directive Marchés d'instruments financiers est entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007¹. En deux ans, elle a bouleversé la structure des marchés européens.

Mais la libéralisation escomptée s'est traduite par la fragmentation accrue de la liquidité et une diminution de la transparence (I).

En outre, les marchés affrontent des difficultés nouvelles : ainsi la multiplication de plateformes opaques (*dark pools*) et l'essor de la négociation à haute fréquence utilisant des algorithmes complexes et performants (*high frequency trading*) (II).

La révision de la directive s'impose avec urgence.

I. Insuffisances de la directive MIF

La directive visait à mettre en concurrence les marchés réglementés (les anciennes « bourses ») avec d'autres systèmes de négociation des titres (A). Cette libéralisation s'assortissait toutefois de l'obligation d'exécuter les ordres « au mieux » des intérêts de l'investisseur (*best execution*). Les inconvénients n'ont pas tardé à se manifester (B). Ils appellent des solutions (C).

A. Objectifs visés par la directive

1. Suppression de l'obligation de concentration des ordres

La MIF n'a pas maintenu l'obligation de concentrer les ordres. Selon cette règle, les titres admis sur un marché réglementé ne pouvaient être négociés que sur celui-ci. On pensait améliorer la protection des investisseurs : si tous les ordres étaient dirigés vers le marché réglementé, on accroissait la liquidité et l'on pouvait supposer que les procédures se déroulaient dans les conditions optimales.

Or la directive a permis le développement, à côté des marchés réglementés, des « systèmes multilatéraux de négociation » (SMN ou *Multilateral Trading Facilities (MTF)*). Ces systèmes sont gérés par des entreprises de marché ou par des prestataires de services d'investissement. Ils ne se bornent pas à la transmission d'ordres mais offrent toutes les fonctions d'une bourse, à ceci près qu'ils échappent à la stricte réglementation des marchés réglementés. Ainsi en France, les petites et moyennes capitalisations peuvent être cotées sur le SMN Alternext.

Ces systèmes multilatéraux de négociation fournissent également la possibilité, pour certains d'entre eux, de négocier des titres admis sur des marchés réglementés. Citons les SMN Chi-X Europe, BATS, Turquoise, NASDAQ OMX Europe. D'après une statistique publiée par le rapport Fleuriot, 70,3% des titres du CAC 40 sont négociés sur Euronext, 20,1% sur Chi-X Europe, 4% sur BATS, 3,9% sur Turquoise et 1,8% sur NASDAQ OMX Europe².

2. Obligation d'exécution « au mieux » selon des critères variés

La directive MIF impose aux entreprises d'investissement une obligation d'exécuter « au mieux » les ordres de leurs clients.

Contrairement à la règle adoptée aux États-Unis, il n'est pas exigé que ces intermédiaires obtiennent le prix le meilleur, mais « le meilleur résultat possible » compte tenu de critères optionnels : prix, coût de transaction, rapidité, probabilité de l'exécution et du règlement, taille, nature de l'ordre ou

¹ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil. JOUE L 145 du 30. 4. 2004, p. 1 à 44 (http://europa.eu.int/eur-lex/pri/fr/oj/dat/2004/l_145/l_14520040430fr00010044.pdf).

² P. Fleuriot, *Rapport au Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF)*, févr. 2010, p. 17, texte consultable sur : http://www.economie.gouv.fr/directions_services/sircom/100217_rap_fleuriot.pdf

« toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre » (art. 21. 1 de la directive). Cette approche complique le contrôle des intermédiaires qui peuvent plus aisément justifier leur démarche.

Par ailleurs, l'obligation d'exécuter au mieux pèse sur les seules entreprises d'investissement et non sur tous les participants du marché (marchés réglementés, SMN...). De surcroît, la directive n'a pas prévu un système de routage des ordres qui relierait tous ces participants.

B. Médiocre bilan de la MIF

En définitive, le bilan de la MIF se révèle peu satisfaisant.

1. Fragmentation de la liquidité

Certes, on se félicite de la liberté de choix dont disposent maintenant les investisseurs puisque la directive a mis fin au monopole des bourses traditionnelles. Néanmoins, la mise en concurrence des plates-formes a provoqué une fragmentation de la liquidité.

Naguère, on comptait le plus souvent une bourse nationale par État. Aujourd'hui, on recense en Europe 90 marchés réglementés et 133 SMN dont 24 sur lesquels sont négociés des actions admises à la négociation sur un marché réglementé³.

De plus, l'activité des marchés réglementés se trouve menacée par les systèmes de négociation multilatérale. Ainsi en septembre 2009, les bourses « traditionnelles » avaient enregistré de fortes baisses de volume par rapport à septembre 2008 : - 20,5% pour Euronext avec 31,24 millions d'actions échangées en septembre 2009, - 33,1% pour le London Stock Exchange (LSE) avec 18,17 millions, - 33% pour la Deutsche Börse avec 15 millions⁴.

Corrélativement les SMN progressent. Chi-X Europe est devenu, en deux ans, le quatrième pôle de liquidité d'Europe avec, au dernier trimestre 2009, près de 277,44 milliards d'euros de transactions, soit une part de marché de 15,5% en moyenne contre quelque 18% pour Euronext, 13% pour la Deutsche Börse et 20% pour le London Stock Exchange⁵. Le 19 janvier 2010, Chi-X Europe a dépassé NYSE-Euronext en valeur de titres échangés (5,61 milliards d'euros de titres au niveau paneuropéen, soit 14,79% de parts de marché contre 5,5 milliards d'euros pour NYX soit 14,52 % de parts de marché)⁶.

Les marchés traditionnels se dotent de leur propre SMN : ainsi NYSE-Euronext avec NYSE Arca Europe, ou le London Stock Exchange avec Turquoise.

Surtout la fragmentation de la liquidité nuit à la transparence.

2. Dégradation de la transparence

Les coûts de transaction *stricto sensu* ont baissé mais ceux liés à l'accès à l'information et à la post-négociation (compensation et règlement-livraison) ont augmenté. En effet, les informations sur les cotations et les transactions se trouvent dispersées entre plusieurs lieux de négociation.

La diversité des sources de liquidité gêne la procédure de découverte du prix. Le prix des titres s'établit à partir de données partielles. Selon la *Federation of European Securities Exchanges (FESE)*, il serait déterminé à partir d'informations qui reflètent seulement la moitié des transactions passées sur ce titre⁷.

Faute d'une base de données consolidée et centralisée, on arrive à une multiplicité des prix.

Les émetteurs déplorent de ne plus connaître le cours de leur titre et de voir leurs titres s'échanger sur des marchés qu'ils n'ont pas choisis⁸.

³ Rapport Fleuriot, *op. cit.*, p. 12.

⁴ M. Rosemain, *Pertes de volumes record sur les Bourses traditionnelles*, Les Échos, 8 oct. 2009, p. 17 ; C. Fradin, *Bourse : les ratés de la déréglementation européenne*, La Tribune, 30 oct. 2009, p. 2 et 3. La gouvernance des bourses a été étudiée dans le rapport d'Oxford Finance Group (OFG) du 20 janvier 2010.

⁵ T. Le Quang, *Chi-X a terminé 2009 sur les chapeaux de roue*, L'Agefi, 18 janv. 2010.

⁶ M. Rosemain, *La gouvernance des Bourses préoccupe les autorités mondiales*, Les Échos, 21 janvier 2010, p. 31.

⁷ S. Fidler, *Other ways to fix markets exist beyond transparency*, The Wall Street Journal, January 22-24, 2010, p. 5.

⁸ Intervention de M. Martin Bouygues, Entretiens annuels de l'AMF, 16 déc. 2009.

Quels remèdes imaginer ?

C. Solutions envisagées

Quelques émetteurs réclament un retour à la centralisation des ordres⁹. À tout le moins, il conviendrait de mettre en place une base de données consolidée pour agréger les informations de marché. Aux États-Unis, les différents centres de négociation (bourses, *alternative trading systems* (nos SMN)...) sont reliés par la *consolidated data*¹⁰. Sur les chaînes de télévisions consacrées à l'information le *Consolidated Tape* se déroule au bas de l'écran. Sont reportés en continu le prix le plus récent ainsi que les derniers volumes échangés. En Europe, on pourrait introduire une telle base pour, avant la négociation, faire connaître la cotation la plus avantageuse, puis, après la négociation, diffuser le prix le meilleur¹¹. Notons que les Britanniques n'y sont guère favorables, invoquant qu'il existe déjà des systèmes privés d'acheminement des données et de routage des ordres.

Dans un souci d'équité, il conviendrait aussi d'harmoniser les conditions imposées aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation. Certains observateurs estiment que les SMN ne sont pas viables à long terme et que leur succès actuel s'explique par les failles de la législation.

Quant à l'obligation d'exécuter les ordres au mieux, elle serait recentrée sur le seul critère du prix le plus favorable pour le client. Si l'on entendait garder des critères multiples, comme le suggère le rapport Fleuriot de février 2010, il faudrait laisser à la future Autorité européenne des marchés financiers le soin de préciser les standards à utiliser¹². L'exécution au mieux pourrait être étendue, comme aux États-Unis, aux participants du marché (marché réglementé, SMN...) et cesser de peser uniquement sur les intermédiaires.

Enfin, pour renforcer la transparence, les SMN seraient tenus d'informer les émetteurs lorsque le titre est négocié sur leur plate-forme¹³.

Des défis supplémentaires sont apparus avec l'essor des négociations opaques, aggravé par les transactions à haute fréquence.

II. Nouvelles menaces

Le secret est une tentation de tous les opérateurs. Ces dernières années ont vu se multiplier les modes de négociation opaques, qu'il s'agisse des plates-formes de négociation (*dark pools*) ou, à l'intérieur des entreprises d'investissement, des moteurs d'appariement (*crossing networks*) (A).

Le développement des transactions effectuées à grande vitesse (*high frequency trading*) par des systèmes utilisant des algorithmes très performants a encore compliqué le problème (B).

A. La négociation opaque

1. Les plates-formes opaques

Les plates-formes opaques (*dark pools*) permettent aux utilisateurs d'acheter des blocs de titres sans que le reste du marché soit mis au courant.

⁹ M. Rosemain, *Le « prudent » rapport sur la MIF est bien accueilli par la place*, Les Échos, 19 et 20 févr. 2010, p. 33.

¹⁰ B. François, *Les marchés financiers américains : quels enseignements pour l'Europe ?*, Mélanges du Centre de recherche de droit financier de l'Université Panthéon-Sorbonne, éd. Joly, 2010, p. 103 (à paraître).

¹¹ Par exemple, GL Trade (*SunGard*) qui stocke les données de pré-négociation concernant les actions européennes (V. le site : <http://www.gltrade.com> et <http://www.sungard.com>), Markit Data (<http://www.markit.com>) et Thomson Reuters (http://thomsonreuters.com/products_services/financial/financial_products/real-time/market_data_system). Ce dernier a publié un livre blanc sur les modalités techniques de l'introduction d'une base de données consolidée en Europe (Thomson Reuters, *European Data Consolidation*, White Paper, January 14, 2010, texte consultable sur : http://thomsonreuters.com/content/financial/pdf/cross_asset/mifid_whitepaper).

¹² Rapport Fleuriot, *op. cit.*

¹³ *Ibid.*

Déjà 4,1% des volumes échangés seraient captés par des systèmes multilatéraux de négociation opaques, tel SmartPool géré par NYSE-Euronext, CrossFinder par Credit Suisse, Sigma par Goldman Sachs, Pin par UBS, Chi-Delta par Chi-X Europe¹⁴. La Fédération des Bourses européennes (*Federation of European Securities Exchanges*) avance même le chiffre de 40%¹⁵. Ces plates-formes ont exploité les dérogations aux règles de transparence prévues par la directive Marché d'instruments financiers. En effet, la MIF prescrit, avant la négociation, la fourniture d'informations supposées garantir un fonctionnement équitable, ordonné et transparent du marché, mais cette exigence s'assortit d'exceptions qui en réduisent l'efficacité. Les *dark pools* utilisent notamment la dérogation du « prix de référence » qui leur permet d'exécuter l'ordre à un prix connu à l'avance, ce qui fausse le mécanisme de découverte du prix (V. art. 17 à 20 du Règlement n°1287/2006)¹⁶.

Quant à la post-négociation, les plates-formes n'hésitent pas à retarder la divulgation de la transaction lorsqu'elles négocient de larges blocs de titres.

2. Les moteurs d'appariement

Par ailleurs, les entreprises d'investissement ont développé l'appariement en interne (*crossing networks*) des ordres de leurs clients, ce qui ne favorise guère la transparence. Citons Goldman Sachs avec Sigma X, ou Morgan Stanley avec MS Pool.

Ces systèmes se sont développés en utilisant un champ non couvert par la directive. La MIF n'a imposé des règles qu'à l'internalisation systématique, c'est-à-dire aux intermédiaires qui appariement les ordres d'un client avec les positions qu'ils détiennent en propre.

Ces *crossing networks* représentent entre 1,5 et 3,5% de l'ensemble des flux d'ordres¹⁷.

Quels amendements retenir dans la future directive ?

3. Remèdes préconisés

Selon le rapport Fleuriot, il serait souhaitable que *dark pools* et *crossing networks* ne représentent pas une part trop importante du marché financier¹⁸.

Le bon fonctionnement du marché supposerait que les *dark pools* soient réservés aux transactions les plus importantes. Un seuil minimal serait à prévoir. On limiterait aussi les exemptions aux obligations de transparence pré-négociation dont profitent les *dark pools*.

Quant à l'activité des *crossing networks*, elle s'effectuerait dans un cadre réglementaire à établir, assorti de l'obligation d'informer le marché et le régulateur.

Mais la loyauté des marchés se trouve encore plus dangereusement menacée par la possibilité d'effectuer des transactions à des vitesses jusqu'ici inaccessibles. Ceux qui disposent de tels atouts désirent s'exposer le moins possible aux incertitudes du marché.

B. Les négociations à grande vitesse

Les transactions à haute fréquence (*high frequency trading*) représentent de 50 à 70% des négociations des titres américains et ont généré quelque 21 milliards de dollars en 2008. Elles mettent, elles aussi, en jeu l'équité du marché¹⁹. C'est le problème posé par la négociation éclair, la colocalisation et l'accès privilégié au marché.

1. La négociation éclair

Grâce à des outils informatiques ultraperformants, la négociation éclair (*flash trading*) permet à certains participants d'avoir, avant tous les autres intéressés, un aperçu des activités des marchés, ce qui

¹⁴ M. Rosemain, *Les "dark pools" captent 4% des volumes échangés en Europe*, Les Échos, 3 nov. 2009, p. 30 ; C. Gatinois, *Bourse : l'essor des « dark pools » inquiète*, Le Monde, 16 déc. 2009, p. 15.

¹⁵ M. Rosemain, *La Bourse de Londres essaie de regagner la confiance de ses clients*, Les Échos, 18 janvier 2010, p. 31.

¹⁶ AMF, *Les enjeux liés à l'émergence des dark pools et des crossing networks*, JCP E 2009. 2052.

¹⁷ Rapport Fleuriot, *op. cit.*, p. 13 et 21.

¹⁸ *Id.*, p. 4.

¹⁹ J. Spicer and H. Lash, *Who's afraid of high-frequency trading ?*, Reuters, Dec., 2, 2009.

les mettra en mesure de passer leurs ordres également avant tous les autres. À cet effet, des logiciels scannent les transactions de dizaines de plates-formes pour détecter les tendances, puis communiquer, pendant quelques millisecondes, auxdits participants les ordres passés par d'autres et, enfin, à toute vitesse, passer leurs ordres. Cette pratique fausse le mécanisme de découverte du prix et aboutit à des prix d'exécution plus défavorables pour les autres investisseurs.

La Securities and Exchange Commission américaine souhaite l'interdiction de cette pratique²⁰. Mais comment s'opposer au progrès technique ? L'Europe devra prendre position sur une éventuelle réglementation.

2. La colocalisation

Afin de gagner quelques microsecondes sur le temps de traitement des ordres, les intermédiaires louent de l'espace dans les salles informatiques du marché visé pour y loger leurs propres ordinateurs. Cette colocalisation (*co-location*), critiquée, sera sans doute évoquée par la nouvelle directive.

3. L'accès privilégié au marché

Cet accès dit privilégié (*sponsored access*) au marché peut être « libre » (*naked access*) ou « filtré » (*filtered access*). Dans l'accès libre, l'intermédiaire permet à un trader d'utiliser son identifiant pour intervenir directement et anonymement sur le marché. On devine les risques en résultant. Cette formule, non autorisée en Europe, représenterait déjà 38% des négociations aux États-Unis²¹. L'accès filtré donne à l'intermédiaire des moyens pour surveiller le trader mais il est plus lent et plus coûteux. Il concerne, en Europe, quelque 12% du volume quotidien des transactions²². La future directive se doit de l'encadrer.

En conclusion, on soulignera l'importance de la révision de la MIF - et aussi - la lourde mission de la future Autorité européenne des marchés financiers qui aura à réagir en permanence à l'évolution du secteur financier.

²⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, *Elimination of Flash Order Exception From Rule 602 of Regulation NMS* (Sept. 23, 2009), Proposed Rule, 17 CFR Part 242.

²¹ U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Proposes New Rule to Effectively Prohibit Unfiltered Access and Maintain Market Access Controls*, For immediate Release 2010-7, Jan. 13, 2010, texte consultable sur : <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-7.htm>.

²² J. Spicer, "Naked access" now 38 percent of U.S. trading: report, Reuters, Dec. 14, 2009.