

MiFID 2 ans après Premier Bilan de la concurrence entre les marchés

Sophie MOINAS

Toulouse School of Economics (IAE Toulouse – IDEI)

9 novembre 2009

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE



NYSE EuronextSM



- La théorie de la **microstructure** des marchés financiers a pour objet d'étude de l'impact:
 - des mécanismes d'échanges,
 - de la réglementation des autorités de marché,sur le comportement des agents, la formation des prix et les échanges, donc sur les coûts de transaction.
- Un constat: dans le court terme, les prix peuvent dévier de la valeur de long terme des actifs.
 - Information asymétrique
 - Comportement stratégique
 - Gestion des stocks d'actifs
 - Biais comportementaux

- Nombreux aspects à la MiFID. Nous nous concentrons sur la **concurrence**.
- La DSI de 1993 laisse une grande liberté aux Etats-Membres concernant la « concentration des ordres ».
 - Adoptée par exemple en France ou en Italie,
 - Mais pas au Royaume-Uni, en Allemagne ou aux Pays-Bas.
- La MiFID harmonise la réglementation européenne, en abolissant la **règle de concentration** des ordres.
- Objectif affiché: abaisser les **coûts de transaction** par une mise en concurrence, tout en assurant la qualité par une plus grande transparence.

Le débat relancé par la MiFID

- La MiFID relance ainsi un débat assez ancien dans le monde académique:
 - Fragmentation des marchés, vs. Consolidation des marchés.
 - Historiquement, phases de consolidation suivies de phases de fragmentation.
 - Consolidation liée au développement des technologies de l'information et de la communication qui fait disparaître la raison d'être des marchés locaux, puis concurrence des ECNs, puis fusions...
- Pour comprendre ce débat, il est nécessaire de comprendre la nature spécifique des **coûts de transaction** sur les marchés financiers.
 - Coûts directs de transaction (soumission des ordres, exécution des ordres, compensation, règlement, intermédiation)
 - Coûts indirects de transaction : la « liquidité ».

- Définition: Capacité du marché à satisfaire immédiatement au désir d'achat et de vente des investisseurs.
 - Sur un marché dirigé par les prix : les teneurs de marché garantissent la liquidité.
 - Sur un marché dirigé par les ordres: la formation de la liquidité est endogène, puisqu'elle dépend des ordres soumis par les participants.
- Mesures:
 - Fourchette de prix (cotée, effective)
 - Profondeur (cotée, pente du carnet d'ordres)
 - Résilience (vitesse à laquelle les chocs sont absorbés par le marché)
- Si la concurrence diminue les coûts directs, son impact sur les coûts indirects est ambigu.

Une remarque

- La liquidité n'est pas le seul élément d'attention.
- L'efficacité des marchés joue un rôle important.
 - Nécessaire pour garantir l'investissement dans les projets les plus novateurs.
 - Les marchés financiers servent également à pricer les actifs.
- La stabilité des marchés est également recherchée.
 - Volatilité?
 - La liquidité disparaît-elle en cas d'événements extrêmes?

1

Le débat fragmentation – consolidation et la nature de la liquidité des marchés



- La liquidité est caractérisée par la présence d'externalités de réseaux:
 - La soumission d'un ordre par un agent peut affecter les coûts de transaction des autres agents.
 - Un carnet d'ordres serait un « two-sided market ».
- La liquidité augmente avec le nombre de participants (Mendelson, 1987).
- La concentration serait naturelle (Admati and Pfleiderer, 1988).
 - Si tout le monde anticipe que les agents vont placer des ordres sur le marché A, ils vont également se tourner vers le marché A.

La concentration semble bénéfique

- Amélioration du partage des risques entre investisseurs (Pagano, 1989).
- Diminution du risque de sélection adverse (Admati and Pfleiderer, 1988; Chowdry and Nanda, 1991).
- Réduction (i) des coûts de recherche du meilleur prix (Flood et al. (1999)), voire (ii) des coûts de courtage (baisse du nombre de courtiers).
- Economies d'échelle (coûts fixes), répercutées aux investisseurs finaux grâce à une baisse des coûts directs de transaction (commissions et frais de règlement-livraison).

2

Pourquoi mettre en place un système concurrentiel?



Des obstacles naturels à la consolidation

- Hétérogénéité des investisseurs (taille, patience, information, coûts)
 - Seppi (1997) : compare les coûts d'exécution sur un marché hybride et un carnet 'pur' en fonction de la taille des besoins des investisseurs.
 - Différentes plateformes pourraient ainsi attirer des investisseurs différents.
- La différenciation verticale des plateformes d'échanges peut répondre à cette hétérogénéité
 - Foucault and Parlour (2004) montrent que 2 plateformes peuvent co-exister si elles proposent des tarifs différents selon les services (coût direct de transaction, de listing, ...).
 - Par exemple, pour les ECNs aux EU : rapidité d'exécution, anonymat

La fragmentation améliore la concurrence entre marchés et l'innovation

- Les situations de monopole peuvent entraîner des distortions.
- La concurrence incite les bourses existantes à implémenter (ou maintenir) des tarifs concurrentiels.
 - Declerck and Moinas (2009): effet boule de neige d'une baisse des fees d'Euronext en 2004 sur la liquidité.
 - Nouveaux changements tarifaires sur Euronext en 2008-2009.
- La concurrence stimule l'innovation.
 - Big bang européen de 1986: Paris passe à un système électronique.
 - Concurrence des ECN: amélioration des vitesses d'exécution.

La fragmentation améliore la concurrence entre agents sur un marché

- Situations de concurrence imparfaite
 - Collusion sur le Nasdaq avant 1994: Christie and Schutz (1994)
 - Rentes sur Island avant 2000: Biais, Bisière and Spatt (2008)
- Quelques sources d'une concurrence imparfaite entre placeurs d'ordres sur un marché
 - ***Numerus clausus***: Defontnouvelle et al. (2003) rapportent une hausse des volumes d'échanges lorsque les options deviennent multi-listées. (augmentation du nombre de teneurs de marché).
 - **Echelon de cotation et priorité temporelle**:
 - Glosten (1994) montre que la concurrence donne lieu à une condition de profit marginal nul.
 - Foucault et Menkveld (2008) montrent que la concurrence d'un second carnet peut améliorer la profondeur en permettant aux offreurs de liquidité de contourner la priorité temporelle.

La technologie peut aujourd'hui consolider les marchés

- Sous certaines conditions, la fragmentation est neutre.
 - Biais, Martimort and Rochet (2000) : si les investisseurs ont libre accès aux différents carnets d'ordres, si les marchés sont transparents *ex ante*, et si les investisseurs peuvent diviser leurs ordres.
 - Lescourret and Moinas (2007): si l'entrée des offreurs de liquidité est libre, leurs problématiques de gestion de stocks les conduit *de facto* à consolider les marchés.
- Ces arguments sont renforcés avec le développement de smart order routing systems, et des algorithmes d'arbitrage et d'offre de liquidité.
 - Foucault and Menkveld (2008) montrent d'ailleurs que les fourchettes sur EuroSETS sont plus faibles pour les titres sur lesquels il y a plus de SORS.

3

Les limites potentielles de la réglementation MiFID



- Sur un marché, une transparence *ex ante* n'est pas forcément idéale
 - L'opacité peut améliorer la liquidité en réduisant le coût d'exposition des ordres (risque de sélection adverse, d'option gratuite).
 - Source de différenciation qui peut être adaptée à des investisseurs hétérogènes.
- Cependant, elle est une condition nécessaire dans tous les arguments développés pour que les investisseurs puissent diviser leurs ordres entre marchés de manière à réduire leurs coûts.
 - Elle diminue les coûts de recherche et permet aux investisseurs d'évaluer l'impact de leurs transactions.
- Or de nombreux systèmes concurrents aux bourses existantes en Europe sont opaques: Turquoise, LiquidNet.

- Plateformes opaques, passagers clandestins pour la découverte des prix?
- Distorsion de la concurrence entre brokers, asset managers, selon leur taille?
 - Coûts d'investissement
 - Coûts de recherche d'information
- Comment garantir aux clients la meilleure exécution des ordres?
 - D'autant plus qu'en Europe, contrairement aux EU, il existe différents systèmes d'inter-connection des infrastructures, de routage des ordres,
 - Et plusieurs chambres de compensation!

- Il semble nécessaire que les régulateurs se penchent sur la transparence *ex ante* (et non pas seulement *ex post*) des marchés financiers.
 - Marchés actions mais également obligataires.
- Parallèlement, il semble qu'il faille mieux *définir* les obligations et les moyens de contrôle de la best execution.
 - Nécessaire car risque d'aléa moral entre le gestionnaire / le broker et le client.
 - Coût total de transaction? Comprenant les coûts de compensation?
 - La question de la consolidation des systèmes de compensation se pose également.
 - Vitesse vs. prix d'exécution?