



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

## Quelle organisation des marchés pour les investisseurs ?

### CONCURRENCE, FRAGMENTATION ET ALGORITHMES

Le courant de recherche sur la microstructure des marchés est devenu très abondant avec la mise en concurrence des marchés entre eux qui résulte d'évolutions réglementaires (la directive MIF en Europe) et techniques. L'OEE a concentré son attention sur les conséquences de l'évolution de l'organisation des marchés sur les investisseurs et sur l'efficacité économique générale.

### LES ENJEUX

L'impact du trading à haute fréquence sur les marchés et les investisseurs est très controversé. Des intermédiaires spécialisés et les banques d'investissement ont effectué des investissements technologiques massifs pour mettre en œuvre cette pratique, inaccessible aux autres acteurs du marché. Les entreprises de marché sont entraînées dans une course à la technologie afin de fournir un accès rapide au marché se traduisant par une réduction des temps de traitement des ordres et des offres de « colocation » de ressources informatiques à proximité des ordinateurs de la Bourse. Certains investisseurs cherchent à entrer dans la course par un accès direct au marché. Les autorités de surveillance des marchés se sont à leur tour trouvées dans l'obligation d'investir sur des outils sophistiqués de détection des opérations irrégulières.

### Les partenaires de l'OEE



**Sophie Moinas**  
(École d'Économie de Toulouse)



**Thierry Foucault**  
(HEC Paris)

#### Définitions : Trading algorithmique et trading à haute fréquence

*Le trading algorithmique* consiste à utiliser des programmes informatiques pour des stratégies d'investissement et de négociation. Cette pratique n'est pas nouvelle. Ce qui est nouveau, c'est le trading à haute fréquence, qui consiste en la passation d'un flux continu d'ordres de bourse, en nombre et à un rythme très élevés, par des intervenants professionnels en compte propre.

*Le trading à haute fréquence* réagit de manière ultra-rapide (100 à 200 microsecondes pour certains opérateurs) à des événements de marché, et ne conserve des positions ouvertes que pour une période de temps très brève. Beaucoup de traders à haute fréquence sont des teneurs de marché ou des arbitragistes.

L'organisation des marchés d'actions a été profondément transformée depuis une quinzaine d'années par la mise en place d'un nouveau cadre réglementaire caractérisé par l'ouverture des Bourses à la concurrence et par l'arrivée massive d'automates de trading cohabitant avec les investisseurs traditionnels sur les systèmes de négociation électroniques.

L'OEE a demandé à deux chercheurs experts de la microstructure des marchés de l'éclairer sur les conséquences de ces transformations sur les épargnants.

**Sophie Moinas**, de l'École d'Économie de Toulouse, a présenté les conséquences de la fragmentation des marchés résultant de la mise en concurrence des plates-formes de négociation. En principe, un marché qui centralise l'ensemble des ordres est plus liquide que si ces derniers sont éparpillés sur plusieurs plateformes. La mise en concurrence des marchés peut se justifier par l'existence de plusieurs types d'investisseurs ou de services. La concurrence entre les marchés peut faire baisser les coûts de transaction explicites (les commissions payées aux entreprises gérant les infrastructures) et elle peut stimuler l'innovation.

Mais la mise en concurrence ne peut exercer des effets bénéfiques que si la transparence des marchés et la règle de meilleure exécution des ordres fonctionnent efficacement, ce qui n'était sans doute pas le cas dans la première

version de la directive européenne MIF (Marchés d'Instruments Financiers).

**Thierry Foucault**, professeur à HEC Paris, a présenté les résultats des rares études empiriques existantes sur le trading à haute fréquence.

Une étude de Hendershott et al. (2011) sur les actions cotées à la Bourse de New-York montre que l'une des formes du trading à haute fréquence a un impact positif sur la liquidité des grosses capitalisations, mais pas d'impact significatif sur celle des petites capitalisations.

Par ailleurs, si les coûts implicites ont peut-être baissé du fait d'une amélioration de la liquidité, il reste à étudier l'impact sur les coûts de transaction explicites (commissions de négociation etc.) : en effet, le trading algorithmique a fait baisser la taille moyenne des transactions et pour une taille donnée d'un ordre d'un investisseur institutionnel, le nombre de transactions, et donc les coûts d'exécution, sont plus élevés.

Une étude de Hendershott et Riordan (2011) sur 120 actions cotées sur le NASDAQ aux États-Unis montre qu'au mieux l'accélération de la « découverte du prix » due à la présence de traders à haute fréquence est de 10 secondes, une accélération qui est sans doute peu utile aux investisseurs.

## Enseignements pour les régulateurs

Les interrogations sur l'impact de cette pratique sur l'intégrité du marché se sont multipliées depuis le « Flash Crash » du 6 mai 2010 à la Bourse de New-York, au cours duquel les ordres générés par des automates ont provoqué un effondrement du marché en quelques secondes. En France, une taxe spécifique sur les transactions à haute fréquence a été mise en place; en Allemagne la Bourse a introduit une facturation spécifique des ordres et transactions à haute fréquence.

## Enseignements pour les investisseurs

Les investisseurs finaux ne sont plus à égalité avec les traders agissant pour compte propre.

### Les « briefing paper » de l'OEE

**Sophie Moinas**, « The Market in financial instruments directive: A first assessment », 2009

**Thierry Foucault**, « Algorithmic Trading Issues, Evidence, and Implications for Investors », 2011

### Études à consulter

**Terrence Hendershott et Ryan Riordan**, « Algorithmic Trading and Information, Working paper », University of Berkley, 2009

**Terrence Hendershott, Charles M. Jones et Albert J. Menkeveld**, « Does Algorithmic Trading Improve Liquidity? », *The Journal of Finance* 66, 1-33, 2011