

La structure, la réglementation et la transparence des marchés de valeurs mobilières européens dans le cadre de Directive MiF

Ce dossier de synthèse décrit l'effet de la Directive MiF sur les marchés de valeurs mobilières européens, en se concentrant plus particulièrement sur la façon dont la structure, la réglementation et la transparence de ces marchés ont été affectées.

L'application en novembre 2007 de la Directive sur les Instruments financiers (MIF) a libéré la concurrence entre les plates-formes de négociation et d'exécution des ordres. Dans son étude publiée en janvier 2011, [The Structure, Regulation, and Transparency of European Equity Markets under MiFID](#), le CFA Institute passe en revue à la fois les structures traditionnelles des marchés européens et celles d'autres plates-formes plus récentes, et analyse les différences de réglementation sur ces marchés. L'étude empirique de la relation entre les indicateurs de transparence des différents marchés et les écarts de cotation (« spread ») suggère que le resserrement des écarts de cotation est lié à une plus grande transparence.

Les implications réglementaires de cette étude préconisent plus de transparence sur les marchés, ainsi que la mise en place de réglementations similaires pour toutes les plates-formes, afin de créer les conditions d'une concurrence équitable et d'alléger les arbitrages réglementaires. L'étude recommande également une amélioration de la qualité et de l'utilité des données post-négociation (« post-trade »)

Recommandations réglementaires

La réglementation doit inciter à une plus grande transparence et à une plus grande uniformité d'application des règles de transparence à l'intérieur du cadre réglementaire. Pour cela, nous recommandons les mesures suivantes :

1. Structure des marchés : encourager les échanges sur les plates-formes réglementées

- a. *Empêcher les ordres inférieurs aux montants standards du marché en dehors des plates-formes organisées de la directive MIF (MR, MTF ou IS). Les négociations OTC (de gré à gré) sont acceptables dans le cas de transactions ad-hoc, de grande taille ou non standards. Il n'existe cependant pas de justification économique pour que des ordres standards soient exécutés par des canaux OTC. Une telle mesure réduirait également les arbitrages réglementaires entre les marchés organisés et l'OTC.*
- b. *Maintenir les seuils actuels de dérogation à l'obligation de transparence pour les ordres d'une taille supérieure à la normale, dits « large-in-scale ». Une réduction de ces seuils pourrait avoir un effet nuisible sur la transparence des marchés. La chute de la taille moyenne des ordres et des transactions depuis la mise en place de la directive MIF a augmenté l'écart entre les ordres de grande taille et les ordres moyens. Cependant, un abaissement de ces seuils conduirait nécessairement à une augmentation du nombre de transactions *dark*, qui représentent déjà entre 40 % et 50 % environ de l'ensemble des transactions.*

2. **Cadre réglementaire : niveler le terrain de façon à ce que les opérateurs d'activité similaire et les ordres de type et de taille similaires soient soumis aux mêmes règles.**
- a. *Exiger des Crossing Networks des intermédiaires facilitant l'exécution d'ordres multilatéraux et visant des ordres de taille similaire aux MTF (Multilateral Trading Facilities) qu'ils prennent le statut de MTF et soient liés par les mêmes réglementations que les MTF.* Ceci garantirait que toutes les plates-formes d'exécution soient soumises aux mêmes règles de marché. Ceci renforcerait également le pourcentage relatif des ordres négociés sur les marchés organisés et réduirait le nombre d'arbitrages réglementaires nécessaires.
 - b. *Etablir une taille minimum pour les systèmes de cotation dark (MTF dark pools) qui permettrait des exécutions à des prix situés à l'intérieur des fourchettes de cotation sur le marché de référence de l'action.* La taille moyenne des transactions sur ces systèmes est largement équivalente à celle sur les marchés à carnet d'ordres transparents. L'imposition d'une taille minimum est nécessaire pour assurer une application uniforme des règles de transparence sur les ordres de taille similaire. Ceci confirme le principe que seuls les ordres de grande taille ou non standards soient exemptés des règles de transparence pré-négociation. Un tel seuil augmenterait également la proportion des ordres négociés sur des marchés transparents (recommandation 1).
 - c. *Soumettre les ordres résiduels en-dessous des seuils « large-in-scale » aux règles de transparence pré-négociation.* Ceci assurerait un traitement équitable de ces ordres par rapport aux ordres de taille similaire.

Autres considérations concernant l'amélioration des règles de transparence :

3. **Améliorer la qualité et l'utilité des informations post-négociation.**
- a. *Raccourcir les délais de publication des transactions, selon la recommandation du Committee of European Securities Regulators (CESR/ESMA).* Le délai maximum autorisé de trois jours réduit l'intérêt et la pertinence des informations post-négociation. En général, les exceptions à une publication en temps réel ne devraient pas dépasser la journée de la négociation (ou l'ouverture des marchés le lendemain). Les transactions publiées en différé devraient également être marquées comme telles dans les *Trade reports*.
 - b. *Appliquer les recommandations du CESR/ESMA d'introduire des règles de publication pour améliorer la fidélité, l'uniformité et la fiabilité des informations post-négociation.* La directive MIF devrait exiger de publier les informations de négociation sous un format standardisé, avec des sigles pré-établis et des procédures de contrôle de qualité permettant d'assurer l'exactitude des données. De telles mesures sont nécessaires pour faciliter la consolidation des informations post-négociation.
 - c. *Mettre en place un système de collecte générale des données de marchés (« consolidated tape »).* Les investisseurs ont besoin d'une image claire et complète des cours et des niveaux d'activité afin de faciliter leur processus de décision et de vérifier la qualité d'exécution des ordres. La directive MIF devrait donc instituer un système de *consolidated tape* en obligeant l'industrie à développer ce système sur la base de standards clairs, avec des délais répondant aux besoins des investisseurs.

Résumé des conclusions

Structure des marchés

- Les marchés sont classés comme étant soit multilatéraux, soit bilatéraux, en fonction du mode d'exécution des ordres.
- Les plates-formes de négociation multilatérales incluent les Marchés Réglementés (MR – « Regulated Markets », les bourses historiques) et les Systèmes Multilatéraux de Négociation (SMN, ou MTF en anglais). En majeure partie, ces acteurs opèrent sur des marchés gouvernés par des ordres à cours limité, qui exécutent les ordres de tiers multiples, sur une base non discrétionnaire, selon des règles prédéfinies de fixation des prix et de priorité. En général, les MR et les MTF « lit » sont des plates-formes d'échange hautement transparentes, offrant une visibilité pré-négociation comme post-négociation. En revanche, les MTF « dark » (ou MTF dites « dark pool ») n'affichent pas les ordres et ne fournissent aucune transparence pré-négociation. Cependant, des données post-négociation sont publiées de façon analogue aux MTF « lit ». En effet, toutes les transactions, quel que soit le lieu d'exécution, doivent être publiées autant que possible en temps réel, sauf si la transaction est « de grande taille » par rapport aux transactions habituelles.
- Les structures bilatérales comprennent les Internalisateurs Systématiques (IS). Les IS sont des services d'investissement qui internalisent les ordres à traiter sur leur compte propre, et qui se portent donc contrepartie sur tous les ordres d'achat et de vente. L'internalisation systématique, par sa nature bilatérale, est une sous-catégorie du gré à gré (OTC). Les obligations de transparence pré-négociation des IS sont limitées par rapport à celles imposées aux MR et aux MTF, et ne s'appliquent qu'aux transactions inférieures aux tailles standard de marché sur les marchés liquides. En général, les négociations par internalisation systématique sont moins transparentes que celles sur les MR et les MTF.
- Toutes les transactions exécutées en dehors des lieux d'exécution définis par la directive MIF (MR, MTF ou IS) sont classées comme étant de gré à gré (OTC). De telles transactions comprennent les négociations bilatérales non systématiques ponctuelles exécutées par un service d'investissement agissant comme principal ou comme agent. Une autre activité classée OTC est la négociation des ordres sur des réseaux internes dits *crossing networks* opérés par les banques et les agents de change (*dark pool crossing systems*). Ces systèmes opèrent sur une base discrétionnaire et facilitent les transactions en connectant les ordres des clients ou en exécutant ces ordres contre le compte propre de l'agent de change. Les réseaux internes opérés par les agents de change offrent l'anonymat et révèlent très peu sur un ordre avant son exécution. Ils ne fournissent aucune transparence pré-négociation.

Cadre réglementaire

- Les obligations de transparence pré-négociation imposées par la directive MIF exigent des MR et des MTF qu'ils publient les prix actuels à l'achat et à la vente, ainsi que le nombre des ordres à ces prix, et qu'ils rendent ces informations disponibles en permanence. Ceci assure la visibilité des ordres négociés sur les MR et les MTF, faisant de ces derniers les plates-formes d'exécution les plus transparentes. L'application uniforme de ces obligations de transparence aux MR et aux MTF garantit que ces lieux d'exécution concurrents sont sur un pied d'égalité sur le plan réglementaire.
- La directive MIF permet aux agences de réglementation d'accorder des dérogations à la transparence pré-négociation dans le cas d'ordres et de systèmes de négociation satisfaisant l'un des critères suivants : a) ordres « de grande taille », b) système fonctionnant sur la base d'un « prix de référence », c) système de « transactions négociées » et d) ordres détenus dans un système de gestion des ordres, avant divulgation au marché (par

exemple, *reserve orders*). Les MTF *dark pool* bénéficient le plus souvent de la dérogation aux systèmes avec prix de référence, car ils effectuent une application passive des ordres à des prix fixés sur un marché de référence.

- Dans le cas des IS, la transparence pré-négociation est limitée à certaines classes d'actions et à certaines tailles d'activité. Les IS qui ne traitent que des tailles d'ordre au-dessus de la taille standard du marché sont dispensées des obligations de transparence pré-négociation. Leurs obligations sont donc limitées par rapport à celles des MR et des MTF.
- Les exigences de transparence pré-négociation ne s'appliquent pas aux transactions OTC en dehors des définitions de « lieux d'exécution » de la directive MIF.
- Les obligations de transparence post-négociation s'appliquent de la même façon aux MR aux MTF et aux services d'investissement, que le service d'investissement opère comme un IS ou participe à d'autres transactions OTC.
- Le prix, le volume et la date d'exécution de toutes les transactions, quel que soit le lieu, doivent être publiés autant que possible en temps réel. Cependant, les transactions importantes par rapport aux tailles habituelles sur le marché sont exemptées de publication immédiate.
- Les transactions rapportées après un certain délai sont les moins transparentes. En effet, en outre du problème d'une moindre pertinence des informations divulguées, ces transactions de grande taille sont également peu transparentes avant la négociation, soit par ce qu'elles sont exécutées en gré à gré, soit parce qu'elles bénéficient d'une dérogation fondée sur la taille lorsque le lieu d'exécution est un MR ou un MTF.
- Bien que les obligations de transparence post-négociation et les délais de publication accordés s'appliquent de manière égale aux plates-formes d'exécution et aux transactions OTC, les mécanismes de publication peuvent différer, ce qui affecte la qualité, l'uniformité et la fiabilité des données. Par ailleurs, les dispositions concernant les différés de publication impliquent que la transparence varie entre les classes et les tailles d'ordre.

Transparence des négociations

Faits

- Les négociations de valeurs mobilières en Europe se divisent globalement en deux : les transactions exécutées sur les marchés à carnet d'ordres transparent opérés par les MR et les MTF, et celles exécutées de façon moins transparente de gré à gré (OTC). Aucune tendance significative vers le haut ou vers le bas n'a été enregistrée dans ces catégories au cours de la période de janvier 2008 à octobre 2010.
- Les négociations *dark* (c'est-à-dire toutes les transactions dans lesquelles aucune des deux parties n'est transparente au stade de la pré-négociation) constituent une part significative des échanges de valeurs mobilières, représentant en moyenne 46,4 % du total entre janvier 2008 et octobre 2010. Les négociations *dark* comprennent le gré à gré ou OTC, (incluant les *dark pools* des *crossing networks* des courtiers et banques), les transactions hors carnet d'ordres rapportées aux bourses historiques (y compris les transactions de grande taille et négociées) et les transactions *dark* des MTF. A titre de comparaison, en octobre 2010, les transactions OTC en Europe représentaient 37,6 % du total (les *crossing networks* des intermédiaires formant 3,2 % du total OTC et 1,2 % du total général), les transactions hors carnet d'ordres rapportées aux bourses historiques se montaient à 9,6 %, et les transactions MTF *dark* à 1,3 %. L'ensemble des transactions *dark* représentaient 48,5 % du total. En combinant l'activité des *crossing networks* des intermédiaires avec celle des MTF *dark*, le total des transactions des *dark pools* se montait à 2,5 % du total des transactions pour ce mois.

- Les transactions rapportées en différé dans le cadre des dérogations accordées par la directive MIF représentaient environ un cinquième du total.
- Les données suggèrent par ailleurs que la taille moyenne des transactions diminue. Cette tendance est plus prononcée dans le cas des MTF *dark*.

Analyse empirique

- Nous attribuons une note de transparence aux différentes catégories de transactions. Sur la base de cette note et des parts de marché respectives de chaque type de transaction, un indice de transparence a été créé, qui reflète la note de transparence moyenne pondérée (ou le rang) sur le marché concerné.
- L'analyse des mesures de transparence sur certains marchés européens (France, Allemagne, Espagne, Royaume-Uni et Pays-Bas) suggère qu'il existe une corrélation (1) entre une note de transparence moyenne élevée et des écarts de cotation (« spread ») moyens bas, (ii) ainsi qu'entre des niveaux stables de transparence et des écarts de cotation stables.
- Deuxièmement, la plupart des mois, l'évolution des indicateurs de transparence du marché varie en sens inverse de l'évolution des écarts de cotation : ces écarts tendent généralement à se resserrer lorsque les indicateurs de transparence augmentent. Cette affirmation est observée sur quatre des cinq marchés étudiés.
- Troisièmement, la littérature académique sur la transparence et la qualité du marché confirment en général largement ces conclusions. Bien que ces études ne soient pas d'accord sur tous les points, elles se prononcent en majeure partie en faveur d'une plus grande transparence.
- Dans l'ensemble, nous concluons qu'une plus grande transparence du marché bénéficie aux investisseurs.