

L'UE doit-elle réguler davantage les marchés d'actions ?  
Doit-elle réviser la directive qui les a libéralisés ?  
*Le Monde*, 9 décembre 2010

L'aveu d'échec est à peine voilé. Trois ans après avoir provoqué un " Big Bang " sur les Bourses en Europe, la Commission européenne fait machine arrière. La directive Marché d'instrument financier (MIF), entrée en vigueur le 1er novembre 2007, qui a ouvert à la concurrence les places boursières de l'Union sera révisée. " *Sans précipitation* ", assure-t-on à Bruxelles, mais le plus vite possible tout de même.

Le 8 décembre commence le processus visant à collecter remarques et observations des experts du monde financier, politique et économique, afin d'obtenir une nouvelle copie du texte européen au printemps 2011. Bruxelles en profitera pour se pencher sur les produits dérivés, les ventes à découvert, et la transparence du marché des matières premières, dont les exubérances ont eu un rôle dans les émeutes de la faim en Haïti ou au Burkina Faso, en 2008.

L'objectif : remettre de l'ordre dans des marchés qui se sont transformés en une " jungle ", dicit un régulateur. Un Far West où règne l'opacité. En ligne de mire : l'essor inquiétant des " Dark Pools ", ces plates-formes financières venues de Londres ou des Etats-Unis qui permettent de passer des ordres de Bourse dans l'ombre. " *On a pris beaucoup de mauvaises habitudes. Je veux mettre de la lumière partout*, explique Michel Barnier, commissaire européen aux marchés intérieurs et aux services financiers. *Remettre les marchés au service de l'économie réelle.* "

Nouveaux acteurs Avant que cette directive n'entre en vigueur, un particulier ou un professionnel qui souhaitait acheter ou vendre un titre du CAC 40 n'avait d'autres choix que de transiter par " la Bourse de Paris ", incarnée à l'époque par l'opérateur Euronext (aujourd'hui Nyse-Euronext). Depuis la directive " MIF ", cette organisation a explosé.

Ce texte avait été pensé, au début des années 2000, à une époque où les économistes adeptes de la dérégulation avaient de l'influence. Les Bourses de Paris, Londres ou Francfort opéraient dans un cadre monopolistique. Le très libéral commissaire Charlie McCreevy, prédécesseur de M. Barnier, a défendu sans mal l'idée de casser cette structure jugée un peu archaïque. Aux Etats-Unis, le monopole des opérateurs historiques avait été rompu en 2005.

L'Europe voulait permettre à de nouveaux acteurs de jouer, eux aussi, le rôle de Bourses et de créer un véritable marché paneuropéen. " *Il faut se souvenir du contexte. On sortait de sept années de croissance, l'industrie financière était en plein boom* ", se souvient un professionnel des marchés.

Des plates-formes alternatives Mais les choses se sont emballées. Des plates-formes alternatives se sont créées : Chi-X, Bats, Turquoise... Compétitives, agressives, elles ont vite pris des parts de marché aux opérateurs historiques. Aujourd'hui, à peine plus de la moitié des ordres de Bourse transitent encore par le London Stock Exchange. Les nouveaux acteurs ont pris la place qu'on leur a donnée. Mais ils sont allés trop loin, trop vite. Les ordres sont éparpillés et le régulateur ne sait plus où donner de la tête. Tandis que les opérateurs historiques dénoncent une distorsion de concurrence. Ces petites Bourses bénéficient de contraintes allégées, dangereuses, disent-ils, pour l'intégrité du marché.

" *C'est tout simplement faux* ", se défend Alasdair Haynes, directeur général de Chi-X. Selon lui, les obligations des plates-formes comme la sienne sont à la mesure de leurs activités. Chi-X ne peut que faire transiter des ordres et non introduire en Bourse de nouvelles sociétés comme le font les anciens monopoles. " *On peut faire une analogie avec le transport aérien*, explique M. Haynes. *Quand vous voyagez sur une compagnie "low cost", vous vous attendez à avoir moins de services à bord et plus d'attente mais autant de contrôles de sécurité que sur Air France. C'est la même chose pour nous.* "

Ces plates-formes alternatives proposent néanmoins des services sophistiqués. Comme ceux qui permettent d'exécuter des ordres à la microseconde (le trading à haute fréquence). De quoi faire perdre le fil aux gendarmes des marchés. " *Les régulateurs n'ont jamais rien compris à ce qu'on faisait. Ils ont toujours été dépassés* ", relativise Pierre-Antoine Dusoulier, patron de Saxo Banque.

Les effets secondaires de la directive MIF Restent les " Dark Pools ". Un terme intraduisible qui a contribué à créer une légende autour de ces opérateurs mystérieux. Ces Bourses laissées sans surveillance permettent de faire transiter des ordres en catimini. Ces échanges discrets n'ont a priori rien d'illégal. Mais ils étaient jusqu'ici réservés aux seuls échanges de gros blocs de titres. L'objectif étant d'éviter de déstabiliser le marché. Imaginez : si demain un investisseur annonçait qu'il va vendre 20 % du capital de Renault, l'action plongerait alors que le groupe pourrait aller très bien.

Mais certains acteurs ont visiblement profité d'une nuance de la directive, voire d'une imprécision, pour faire transiter une quantité de plus en plus importante d'ordres gros mais aussi petits dans cet univers parallèle.

" C'est non seulement totalement injustifié mais dangereux pour les marchés et les investisseurs, y compris les petits épargnants ", s'emporte Dominique Cerutti, directeur général adjoint de Nyse Euronext, à Paris. De fait, de plus en plus d'opérations de Bourse se font ainsi " sous le tapis ". Selon les experts, près de 40 % des ordres auraient disparu des écrans radars. " Nous ne reprochons pas à la MIF d'avoir aboli le monopole des Bourses traditionnelles, cela était nécessaire. Nous observons simplement que cette directive a eu des effets secondaires tels que permettre un manque de transparence, qui est intolérable en Europe ", dénonce M. Cerutti.

Pour les professionnels, ce n'est pas seulement le problème du régulateur. Car cette opacité perturbe aussi le fonctionnement des marchés et met à mal le mécanisme de formation des prix. Faute de transparence, celui-ci n'est plus le reflet de l'offre et de la demande. " C'est comme si on allait faire des courses et que l'on découvrait le prix de ce que l'on achète au moment de passer en caisse ", explique M. Cerutti.

Un enjeu colossal Saura-t-on revenir en arrière ? La crise a fait prendre conscience que les marchés financiers devaient obéir à des règles plus strictes. Des pistes s'esquissent : créer des boîtes d'enregistrement qui permettraient de centraliser les ordres et de les recenser.

" Les Etats-Unis ont réussi, pourquoi pas nous ", soulignait récemment Christine Lagarde, ministre de l'économie et des finances. L'enjeu est colossal, mais essentiel pour s'assurer que la Bourse remplit tout à fait sa mission de " sponsor " des entreprises et de soutien à la croissance. Pour que les petits épargnants et les investisseurs ne se détournent pas définitivement du marché, laissant la place à quelques spéculateurs professionnels.

Claire Gatinois

## Trois types de transactions à grande vitesse

### *High Speed Trading*

Pour les spéculateurs boursiers professionnels, l'arme suprême est la vitesse, et l'ordre de grandeur la milliseconde. Les décisions sont prises par des superordinateurs fonctionnant grâce à des algorithmes toujours plus sophistiqués. Un paquet d'actions peut être acheté et revendu plusieurs fois avant qu'un petit porteur n'ait eu le temps de lire le cours initial. Exemple : un investisseur programme son système pour acheter automatiquement des titres tant que leur cours reste sous les 100 dollars. Un " High Speed Trader " (trader à grande vitesse) détecte cet ordre, achète instantanément toutes les actions disponibles entre 95 et 98 dollars, les revend dans la seconde pour 99 dollars à l'investisseur " lent " et empoche la différence. Le client final achètera donc les actions au cours maximal qu'il s'était fixé, sans bénéficier des cours de départ plus avantageux ni des fluctuations.

### *Short Selling*

Le " High Speed Trading " permet aux professionnels d'amplifier leurs opérations de spéculation à la baisse (" Short Selling "), pratique qui a contribué à aggraver la chute des cours lors de la crise de septembre 2008. Le trader emprunte un paquet d'actions à un client, le vend, le rachète automatiquement dès que le cours baisse, puis le rend au client. Pour ce dernier, il s'agit d'une opération blanche, car le trader a capté le profit résultant de cet aller-retour. Il peut même effectuer l'opération avant d'avoir emprunté les actions, puis régulariser sa situation dans la foulée.

### *Flash Orders*

Certaines places boursières offrent des services très controversés. Le plus célèbre est le " Flash Order " : à titre préférentiel, certains bons clients de la plate-forme reçoivent les informations sur les mouvements d'actions trois centièmes de seconde avant leur publication officielle. Cette courte avance est suffisante : leurs algorithmes prédisent les tendances du marché et le comportement des autres investisseurs, et prennent des décisions avant tout le monde.

Depuis 2008, les autorités américaines, soutenues par la Bourse de New York, ont envisagé d'interdire les " Flash Orders ", qui ressemblent à un délit d'initié permanent. En 2009, le sénateur de l'Etat de New York, Charles Schumer, avait lancé une campagne pour inciter le Congrès à voter une loi interdisant cette pratique. Mais cette réforme a été bloquée par la résistance d'autres places financières, notamment le marché à terme des devises de Chicago.

Yves Eudes

"On ne sait pas qui achète quoi, ni à quel prix"

Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des marchés financiers

L'Europe a-t-elle fait fausse route en décidant de libéraliser les marchés boursiers ?

Nous n'avons pas eu une approche assez politique au moment de négocier la directive MIF - *Marché d'instruments financiers, qui a ouvert à la concurrence les marchés boursiers en Europe* - . On ne s'est pas posé les bonnes questions : de quels marchés voulons-nous ? Comment faire pour qu'ils financent au mieux l'économie ?

Faute de cela, le bilan de la directive est très mitigé. Même si ce texte n'a pas que des défauts, car il a renforcé les obligations de conseil des banques envers leurs clients, il a gravement accentué le désordre des marchés boursiers et conduit à une fragmentation et à une plus grande opacité des transactions.

Que les émetteurs - les entreprises cotées en Bourse - ne sachent plus ce qui se passe sur leurs titres est grave ! Quant à l'investisseur, il continue de payer aussi cher pour passer un ordre. Or l'objectif initial de la directive était de renforcer la concurrence sur le marché et de faire ainsi baisser les prix.

Les régulateurs ne se sont-ils pas aussi fait distancer par la technologie ?

Nous avons, c'est vrai, un train de retard sur les technologies financières. En quelques années, les marchés ont beaucoup évolué. C'est un point que n'avait pas anticipé la directive. Le trading algorithmique - *achat et vente de titres selon des calculs mathématiques* - a pris de l'ampleur et avec lui le trading à haute fréquence qui permet d'exécuter des ordres à la microseconde.

Cette accélération des échanges a compliqué la surveillance du marché, et le régulateur américain la tient, pour partie, responsable du krach éclair qui a secoué la Bourse de New York en mai.

Cette directive est-elle responsable de l'essor des " Dark Pools " ?

Elle a favorisé l'émergence de ces plates-formes boursières sur lesquelles s'échangent des blocs de titres de façon opaque. Résultat, on ne sait pas qui achète quoi ni à quel prix. Aujourd'hui, on estime que 44 % des transactions sont invisibles. Or le b.a.-ba de notre travail, c'est de savoir ce qui se passe. Le problème de transparence induit par cette directive est sans doute le plus inquiétant et concerne à la fois les émetteurs, les opérateurs et les investisseurs.

Faut-il interdire ces plates-formes boursières ?

Il ne s'agit pas d'interdire mais de mieux encadrer et de limiter strictement le recours à ces " Dark Pools ". Il y aura toujours des gens qui auront besoin de passer des ordres de façon discrète. Si, demain, je veux vendre 100 000 actions d'une société cotée, il vaut mieux éviter que l'information soit sur la place publique sous peine de faire dévisser le cours.

On peut tolérer qu'une proportion raisonnable des ordres se fasse ainsi de gré à gré. Mais pas plus. En outre, une fois la transaction bouclée, il faut savoir qui a acheté quoi et à quel prix.

L'Europe est-elle plus désordonnée que les marchés américains ?

D'une certaine façon, oui. Aux Etats-Unis, où les Bourses sont aussi soumises à la concurrence, ils ont mis en place des outils qui leur permettent d'avoir une vision globale du marché. En outre, depuis le krach éclair de Wall Street, les régulateurs ont mis en place un système de coupe-circuit qui permet d'arrêter la machine en cas d'emballement.

Que peut-on faire ?

On peut améliorer la transparence en créant une infrastructure qui centralise les ordres avant et après la négociation et obliger les acheteurs à verser des dépôts de garanties pour mutualiser les risques. Il faut aussi limiter les autorisations de recours aux " Dark Pools ".

L'Europe devra aussi tenir compte des évolutions technologiques. Le nouveau régulateur européen, l'ESMA, qui verra le jour le 1er janvier 2011, devra mettre en place une veille pour surveiller ce qui se fait de nouveau et adapter la réglementation en conséquence.

Doit-on ralentir le marché ?

Cela relève plus d'une réflexion du G20 que de l'Europe, mais il faut réfléchir à ce qu'apporte cette accélération des échanges : quels sont les bénéfices financiers, économiques, pour quelle utilité sociale ? On ne doit pas s'interdire de ralentir les transactions si cela fait courir un risque systémique et facilite les abus de marché.

Propos recueillis par C. G.