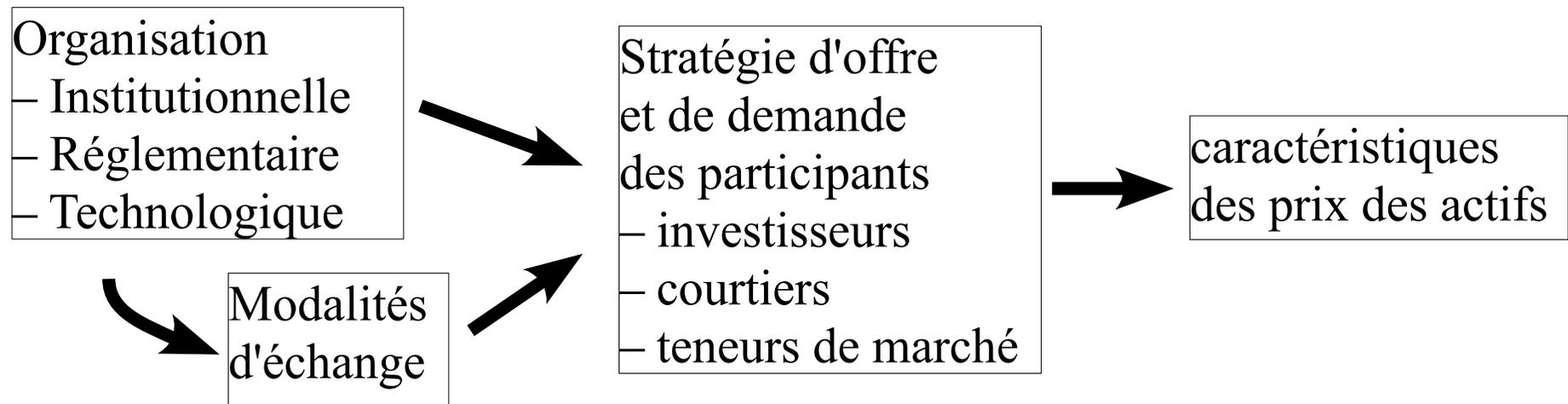


2- Microstructure des marchés financiers

Principes d'organisation des marchés

- modes de cotation
- modes de transmission et d'exécution des ordres
- rôle des intermédiaires
- informations disponibles aux agents pendant les échanges

Structure du marché



1- TYPOLOGIE

3 critères :

- moment de l'échange fixing – continu
- contrepartie de l'échange marché gouverné par les ordres – par les prix
- lieu d'échange marché centralisé fragmenté

1.1- Fixing/continu

fixing

- cotation et exécution des ordres à intervalles réguliers
- transactions multilatérales
- criée, enchères
- à l'ouverture des marchés continus

continu

- ordres transmis à tout moment, exécuté quand il trouve contrepartie
- transaction bilatérale
- des transactions peuvent avoir lieu à différents prix

1.2- Marché gouverné par les ordres – par les prix

Dirigé par les prix (marché de contrepartie)

- teneur de marché affiche en permanence prix d'achat (*bid*) et de vente (*ask*)
 - *bid* = prix perçu par le vendeur final, payé par teneur de marché
 - *ask* = prix payé par l'acheteur final au teneur de marché
 - $bid < ask$
- tout ordre est transmis au teneur de marché
- toute transaction passe par le teneur de marché (négociation du prix possible)
→ pas de transaction bilatérale directe
- fonctionne en continu

Le teneur de marché

- prend le risque de liquidité
- peut avoir à prendre des positions mal diversifiées
- prend un « risque informationnel » (si investisseurs mieux informés)
- est rémunéré par le « bid-ask spread »

Dirigé par les ordres

- ordres d'achat et de vente directement confrontés
- liquidité assurée par les ordres à cours limité (non par *market maker*)
- intermédiaires= courtiers (ne font que transmettre les ordres)

→ fixing : par nature gouverné par les ordres

→ continu :

- système du carnet d'ordre (ordres accumulés et exécutés en continu selon règles prédéfinies)
- criée : transaction réalisée dès que 2 courtiers s'accordent sur un prix d'échange

Structure mixte

- fonctionnement en continu avec fixing à l'ouverture
 - prix déterminé pour équilibrer au mieux l'offre et la demande transmises en pré-ouverture
 - ordres non exécutés restent dans le carnet d'ordre
- marché animé par un « spécialiste »
 - teneur de marché et teneur du carnet d'ordre
- prix affiché : ceux du market-maker et/ou ordre à cours limité du carnet
- place financière avec organisation différente selon produit

1.3- marché centralisé – fragmenté

centralisé :

- tous les ordres sont transmis en un même lieu (plate-forme d'échange)
→ un seul prix à tout moment

fragmenté : plusieurs lieux → plusieurs prix possibles

- multiples cotations (même titre coté sur plusieurs marchés)
- transactions hors du marché principal (« blocs », compensation des ordres interne au courtier)
- marché de gré à gré (interbancaire, devises...) : les valeurs affichées par le market-maker sont indicatives (négociation)
- possible problème de transparence, résolu par obligations de communication/affichage de toutes les conditions de transaction

→ la Directive « Marchés et Instruments Financiers » (MIF) met fin à l'obligation de concentration des ordres.

2- AUTRES ASPECTS ORGANISATIONNELS

- information (problématique de la transparence)
- stabilisation des prix (éviter variations de cours trop importantes)
- automatisation du processus des échanges (impact sur les coûts de transaction, la liquidité, la transparence)
- grille de prix (tick)

3- COMPARAISON

Liquidité

- possibilité d'effectuer rapidement des transactions non négligeables sans provoquer de variation de prix importante.
- conditions :
 - existence d'ordres pour des quantités importantes à des cours proches du cours coté
 - possibilité d'exécution rapide des ordres (avant que de nouvelles informations n'arrivent et ne modifient la valeur fondamentale)
- conséquences :
 - baisse du coût d'exécution des ordres
 - baisse du coût du capital

Découverte du prix d'équilibre

- capacité à établir des prix d'échange reflétant l'état de l'offre et de la demande

Volatilité

- fluctuations des prix des actifs échangés

3.1- continu – fixing

	continu	fixing
Liquidité	risque de faibles quantités offertes/demandées à un moment donné	consolidation temporelle des ordres : plus d'acheteurs/vendeurs
	exécution rapide	fréquence espacée des transactions (trouver fréquence optimale)
Découverte du prix d'équilibre	prix transmettant plus rapidement les nouvelles informations (transparence)	prix établis précisément en fonction de l'offre et de la demande
	marchés continus structurés autour d'un carnet d'ordre permettant fonctionnement proche de celui d'un marché walrassien	fonctionnement proche de celui d'un marché walrassien (avec risque de comportements non concurrentiels)
Volatilité	plus volatil (exécution de petits ordres)	moins volatil

3.2- Gouverné par les ordres / par les prix

	dirigé par les prix	dirigé par par les ordres
Liquidité	<p>exécution immédiate et sans risque pour l'investisseur (grâce au teneur de marché)</p> <p>fourchette de prix = indicateur d'illiquidité : → plus large sur marché gouverné par les prix</p> <ul style="list-style-type: none"> – rémunération du market maker – concurrence entre market makers moins forte qu'entre investisseurs 	<p>pas d'incitation à se porter offreur de liquidité par offre à cours limité :</p> <ul style="list-style-type: none"> – malédiction du vainqueur (risque d'avoir à acheter un titre quand il est devenu surévalué) – antisélection : les agents informés (sachant qu'un actif est surévalué) en profitent au détriment de celui qui a placé l'ordre à cours limité – risque de non exécution
Découverte du prix d'équilibre	<p>Possibilité de prix de gros (attire les investisseurs institutionnels)</p>	<ul style="list-style-type: none"> – plus adapté aux investisseurs individuels – plus transparent

3.3- Centralisés / fragmentés

	Fragmentés	Centralisés
Liquidité	moins liquides car flux d'ordres répartis	
Découverte du prix d'équilibre	Problème de déconnexion des prix (palliée par l'automatisation)	
	Surveillance plus difficile	
	Évite le risque d'abus de pouvoir de monopole par une plate-forme unique	

Directive MIF (MiFiD) : « Marchés et Instruments Financiers »

- favoriser l'émergence d'un marché financier européen unique
- instaurer de la concurrence
 - marché réglementé (droit exclusif d'admission à la cote)
 - plate-formes multilatérales de négociation (Multilateral Trading Facilities)
ex : Turquoise → <http://www.tradeturquoise.com/>
 - internalisateurs systématiques : internalisation des ordres

obligations aux intermédiaires :

- meilleure exécution des ordres (prix, rapidité, coût du règlement-livraison...)
- diffusion des informations post marché

Conséquences :

- concurrence entre *clear pools* (bourses) et *dark pools* (banques)
- possibles conflits d'intérêt pour les grandes banques (prévus par DMIF)
- absence de transparence, difficulté de contrôle des *dark pools*
- fragmentation

Plus sur la directive MIF :

Sur http://europa.eu/index_fr.htm : chercher « Marchés d'instruments financiers (MiFID) et services d'investissement »

http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/124036e_fr.htm

AMF (2006), La directive sur les marchés d'instruments financiers : enjeux et conséquences pour la régulation française,

www.amf-france.org/documents/general/6905_1.pdf

Doumayrou B. et A. Hyvernaud (2006), « Après la directive MIF, une nouvelle organisation des marchés ? » Les Entretiens 2006 de l'AMF

http://www.amf-france.org/documents/general/7482_1.pdf

Tricou, J. (2007), « Banque d'investissement et de marché : la directive MIF », *Revue d'économie financière* n°87 (1-2007)

<http://www.aef.asso.fr/article.jsp?prm=41278>

Hautcoeur, P-C., P. Lagneau-Ymonet et A. Riva (2010), « L'information boursière comme bien public. Enjeux et perspectives de la révision de la directive européenne MIF », *Revue d'Économie Financière* n°98/99 (3-2010)

<http://www.aef.asso.fr/article.jsp?prm=57442>