



RÉGLEMENTER LES MARCHÉS FINANCIERS DE DEMAIN

BENN STEIL *

En 1992, Francis Fukuyama publiait son fameux panégyrique sur le caractère historiquement inéluctable de la démocratie de marché : *The End of History and the Last Man*. En 2004, la Securities and Exchange Commission (SEC) et l'Union européenne ont appliqué les idées de Fukuyama aux marchés financiers en proclamant, en quelque sorte, la fin de l'évolution des systèmes de transaction.

La proposition « Reg NMS »¹ de la SEC est au cœur d'une extension à l'ensemble des marchés de la *trade-through rule* qui garantit deux principes fondamentaux de « bonne conduite » : les informations de pré-marché devraient être rendues publiques et classées en fonction du prix et de l'heure, et les ordres qui se placent en face devraient être exécutés en respectant ce classement sans tenir compte des souhaits des opérateurs qui les ont placés. La Directive des marchés d'instruments financiers (Directive MIF) de l'Union européenne ne garantit que le premier de ces principes, dans ses articles 27 et 44 sur la « transparence pré-négociation », mais il ne fait guère de doute que le second principe deviendra en fin de compte obligatoire. Après tout, une fois que le « meilleur prix » a été révélé au monde, les régulateurs n'auront qu'un petit pas à franchir pour définir la « meilleure exécution » en fonction de ce prix.

La caractéristique importante que partagent Reg NMS et MIF est qu'elles décrivent toutes deux une structure unique de marché dans laquelle *les ordres « à cours limités » acceptables doivent être diffusés et*

* Senior Fellow and Director of International Economics, Council on Foreign Relations.
La traduction de cet article a été effectuée par Pierre Requette.



dans laquelle *les ordres de marché n'ont pas de pouvoir discrétionnaire*. Ce sont là les principaux attributs des marchés électroniques de négociation continue - la structure de marché qui s'est imposée dans le monde au cours des années 1990. Les offres d'achat et de vente sont classées en fonction du prix et du temps et affichées à la vue de tout un chacun, et peuvent alors être exécutées instantanément dans l'ordre exact où elles étaient classées.

Alors, que vient faire Fukuyama dans tout ceci ? Voyez ce résumé de *The End of History and the Last Man* publié dans le *Library Journal* : « Fukuyama affirme que l'histoire actuelle a une direction positive, démontrée par l'effondrement des régimes autoritaires de droite ou de gauche et leur remplacement (dans de nombreux cas, mais pas tous) par des gouvernements libéraux. « Une vraie culture mondiale est apparue, centrée sur une croissance de l'économie alimentée par la technologie et la relation sociale capitaliste nécessaire à la produire et à l'entretenir ». En l'absence de solutions alternatives viables au libéralisme, l'histoire, conçue comme le choc des idéologies politiques, est arrivée à sa fin. Par contre, il nous faudra trouver comment concilier le désir incessant de reconnaissance éprouvé par l'humanité sans retourner au chaos ».

La réglementation des marchés selon Fukuyama, qui pourrait s'intituler *La fin de l'histoire et le dernier système de négociation* pourrait se résumer de la même manière, en ne changeant que les sujets et les compléments d'objet :

« *La SEC et la Commission européenne* affirment que l'histoire actuelle a une direction positive, démontrée par l'effondrement *des marchés à la criée et de courtiers de Chicago* et de *Londres* et leur remplacement (dans de nombreux cas, mais pas tous) par *des carnets d'ordres automatiques*. « Une vraie culture de *négociation* est apparue, centrée sur une croissance de la *négociation* alimentée par la technologie et la relation sociale capitaliste nécessaire à la produire et à l'entretenir ». En l'absence de solutions alternatives viables au *carnet d'ordres limités automatisé*, l'histoire, conçue comme le choc des *structures de marchés*, est arrivée à sa fin. Par contre, il nous faudra trouver comment concilier le désir incessant de *négociation éprouvé* par l'humanité sans retourner à *la fragmentation* ».

Il est manifeste que la réflexion de la SEC et de la Commission européenne sur la « bonne » structure de marché a été profondément influencée par la prolifération, dans le courant de la dernière décennie, de marchés électroniques de négociation continue qui opèrent à la fois dans les Bourses et en dehors de celles-ci. Les structures de marchés de courtiers du Nasdaq et de Londres ont été enterrées une fois pour toutes en 1997, et les négociations de parquet dans les marchés dérivés sont en



voie d'extinction à cause d'Eurex et des autres. Il ne devrait donc pas être surprenant que les régulateurs aient adapté en conséquence leur conception de ce qu'est une bonne négociation.

Le problème est que les marchés électroniques de négociation continue, pour utiles qu'ils soient, ont des défauts évidents pour n'importe quel opérateur institutionnel. Ils imposent que les ordres de taille institutionnelle soient découpés en petits morceaux, chacun représentant souvent à peine 1 % de la véritable taille de l'ordre, et soient exécutés sur plusieurs jours, voire plusieurs semaines, afin d'éviter les coûts d'un impact trop fort sur le marché. C'est pourquoi dans chaque marché important aux États-Unis ou en Europe - New York, Nasdaq, Londres, Francfort, Paris - 30 % environ du volume est traité par blocs, « à l'étage », à l'écart de ces systèmes.

En outre, de nouveaux systèmes électroniques se développent pour rendre ces négociations de blocs plus efficaces. Liquidnet en est le meilleur exemple. En renonçant à l'affichage des ordres à cours limités, ou transparence pré-négociation, au bénéfice d'une structure dans laquelle les contreparties potentielles ne sont divulguées qu'aux acheteurs et vendeurs concernés, les institutions sont incitées à révéler la véritable taille de leur ordre au système.

Quelles en sont les conséquences pour la régulation du marché ?

Premièrement, l'obligation de transparence pré-négociation réduit l'utilité de la transparence post-négociation. Étant donné que seuls les petits ordres se répondent dans un marché électronique de négociation continue, une transaction portant sur quelques centaines de titres ne dit rien au marché sur le véritable prix de marché d'un titre à ce moment-là. Après tout, alors que l'acheteur de 800 titres n'en voulait peut-être que 800, le vendeur de 800 titres peut, en réalité, vouloir en vendre 800 000, auquel cas le véritable prix de marché de ce titre est presque certainement inférieur au prix auquel la transaction s'est effectuée. Liquidnet, par contre, permet des échanges beaucoup plus grands, et ses prix de marché sont donc des indications beaucoup plus pertinentes du véritable prix de marché.

Deuxièmement, en estimant que les marchés électroniques de négociation continue sont la fin de l'histoire des systèmes de négociation, et en pérennisant leurs insuffisances aussi bien que leurs avantages sur tous les marchés par la réglementation, les régulateurs étouffent l'élan novateur qui donnera naissance à la prochaine génération de systèmes de négociation, ceux qui remédieront aux défauts de la génération actuelle. C'est pourquoi, ce serait vraiment une erreur tragique si une réglementation *trade-through* ou MIF condamnait un Liquidnet à disparaître, ou l'obligeait à se transformer en quelque chose de beaucoup moins efficace, car ce qui est en jeu va bien au-delà d'un intelligent système de



négociation. Il en va de la capacité même de créer de nouvelles manières de résoudre de vieux problèmes qui sont encore très actuels.

La fin de l'histoire est encore loin. Le moment n'est pas venu, aujourd'hui, d'un règlement Fukuyama pour les marchés. Il y a de bien meilleures manières d'atteindre les objectifs d'une politique de meilleure exécution. Il faut, notamment, éliminer les conflits d'intérêts entre les intermédiaires et les investisseurs, qui conduit les premiers à exécuter les ordres d'une manière qui leur soit profitable aux dépens de leurs clients. Premièrement, il faudrait interdire aux courtiers de détail d'empocher les incitations à exécuter les ordres de leur client en un lieu particulier, une pratique connue sous le nom de « payment for order flow ». Deuxièmement, les fonds communs ne devraient pas être autorisés à recevoir des rétributions des intermédiaires en récompense de leurs ordres, connues sous le nom de « paiements indirects »². Ceci peut être réalisé facilement, en obligeant simplement les fonds à payer les courtages de leurs propres deniers, plutôt qu'avec ceux de leurs clients, et de récupérer ensuite ces fonds de manière transparente en frais de gestion, comme le recommandait en 2001 le Rapport Myners au Royaume-Uni. Ces deux réformes concilieraient les intérêts des intermédiaires dans les opérations de marché avec ceux de leurs clients, ce qui rendrait les règles de *trade-through* et de transparence pré-marché totalement inutiles.

NOTES

1. Ndt : *Regulation National Market System*.

2. Ndt : *Soft commissions*, ou encore *soft dollars*, désignent la pratique consistant à faire payer dans les courtages d'autres services que l'exécution proprement dite, comme le conseil, la recherche...