

2007-11-15

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Stratégies dynamiques de dépôt d'ordres dans le cadre d'une concurrence entre un marché de courtiers et un réseau de croisement d'ordres

par Hans Degryse, Mark Van Achter et Gunther Wuyts

NBB Working Paper No 121 - Research Series

Les avancées technologiques et l'innovation, conjuguées à la déréglementation, ont ces dernières années favorisé l'émergence de systèmes de négoce alternatifs (SNA) pour les actifs financiers. Ces SNA sont en concurrence avec les bourses "traditionnelles" pour drainer les flux d'ordres émanant des négociants. Dans cette étude, les auteurs se penchent sur un type particulier de SNA: les réseaux de croisement (RC). La *Security and Exchange Commission* ou Commission des titres financiers et des bourses (SEC, l'organisme américain de contrôle des marchés financiers) définit les RC comme "des systèmes permettant aux participants de passer des ordres d'achat et de vente de titres sans prix. Les ordres sont croisés à un moment précis, à un prix dérivé d'un autre marché". Les auteurs examinent en particulier les interactions entre un RC et un marché de courtiers (MC) fonctionnant en continu. Ils analysent plus spécifiquement la composition et la dynamique des flux d'ordres dans les deux systèmes. Lorsque les négociants décident du marché sur lequel ils vont déposer un ordre, ils sont confrontés à une alternative: effectuer sur le MC une transaction sûre, mais à un prix moins intéressant, ou déposer un ordre auprès d'un RC où ils pourront obtenir un meilleur prix, mais avec, en règle générale, une incertitude plus grande quant à la réelle exécution de l'ordre.

Les RC et MC sont aussi assortis de niveaux de transparence différents. Les auteurs examinent la manière dont des degrés de transparence différents sur ces deux marchés influencent les stratégies auxquelles les négociants recourent pour déposer leurs ordres et déterminent en définitive le niveau de bien-être économique. Les auteurs analysent plus spécifiquement en détail trois situations différentes en matière d'information: la transparence, l'opacité "complète" et l'opacité "partielle". La situation est transparente lorsque les négociants sont parfaitement informés des flux d'ordres passés sur les deux marchés et lorsqu'ils peuvent examiner le carnet d'ordres dominant sur le RC avant d'arrêter leur choix. Dans la mesure toutefois où les RC sont plutôt opaques, les auteurs intègrent aussi cette réalité en procédant à une analyse de l'opacité partielle: les négociants examinent les transactions qui ont été effectuées sur le MC, mais non les ordres déposés sur le RC. Une opacité complète implique que les deux marchés sont opaques, de sorte que les négociants ne disposent d'aucune information sur les flux d'ordres antérieurement passés sur le RC et le MC.

Dans cette étude, les auteurs abordent un certain nombre de questions importantes: sur quel marché les investisseurs négocient-ils lorsqu'il y a pour un actif donné plusieurs systèmes d'échange? Comment prennent-ils leur décision? Et quelles sont les implications des différents niveaux de transparence sur le bien-être?

Le modèle retenu par les auteurs apporte plusieurs informations majeures. Tout d'abord, la mise en place d'un RC en marge d'un MC "traditionnel" accroît le flux total d'ordres (défini comme la somme des ordres dans les deux systèmes). En d'autres termes, un RC attire de nouveaux négociants qui ne participeraient pas à l'échange s'il n'y avait qu'un MC. Deuxièmement, en présence d'un RC – en comparaison avec une situation dans laquelle seul un MC existe –, certains négociants réorientent leurs ordres du MC vers le RC. Troisièmement, un résultat essentiel de l'étude sous revue est le fait que des situations de transparence et d'opacité partielle créent des mouvements systématiques des flux d'ordres tant vers le RC que vers le MC. Les caractéristiques précises de ces mouvements dépendent du degré de transparence.

Pour l'analyse du bien-être, les auteurs utilisent deux mesures complémentaires: le "bien-être général", qui mesure les gains provenant des transactions de l'ensemble des parties impliquées (y compris les courtiers) et le "bien-être des négociants", qui ne tient compte que du seul point de vue de ces derniers. Il ressort de leur analyse que si l'on compare une situation dans laquelle un RC et un MC coexistent avec une situation où il y a un seul MC, la coexistence du RC et du MC améliore le bien-être des négociants, tout en pouvant, dans certains cas, réduire le bien-être général.

Par ailleurs, bien qu'une plus grande transparence augmente incontestablement le bien-être des négociants, l'incidence du niveau de transparence sur le bien-être général est ambiguë : lorsque l'écart relatif est élevé, une plus grande transparence est préférable, alors que ce résultat s'inverse lorsque l'écart relatif est assez faible. Une augmentation du niveau de transparence peut dès lors s'avérer bénéfique, mais la réponse finale dépendra du critère de bien-être qui sera effectivement utilisé. Ceci a des implications pour les autorités de contrôle, étant donné que leur politique visant à imposer un niveau de transparence obligatoire dépendra du critère de bien-être qu'elles auront choisi.