

LA MICROSTRUCTURE DES MARCHES REGLEMENTES :

Plan :

- 1 Les ordres de bourse
- 2 Recherche du prix d'un marché par les ordres
- 3 Recherche du prix d'un marché par les prix
- 4 La directive MIF
- 5 Le Service à règlement différé

On appelle organisation d'un marché l'organisation qui permet la réunion des ordres d'achat et de vente, leur confrontation pour la recherche d'un prix et l'exécution des ordres qui ont trouvé une contrepartie.

Le dispositif de recherche du prix est au centre de la microstructure. Chaque bourse définit son organisation. On distingue deux types qu'elles retiennent dans leur forme pure ou qu'elles combinent : les marchés par les ordres et les marchés par les prix. Dans l'un et l'autre cas les ordres indiquent les limites du mandat confié par les investisseurs aux intermédiaires.

A) LES ORDRES DE BOURSE

Un ordre de bourse comporte au moins quatre types d'indications :

- Le sens de l'opération : un achat ou une vente.
- La quantité de titres demandés ou offerts.
- Des indications du donneur d'ordre sur le prix.
- Une durée de validité de l'ordre.

Selon les cas, les ordres peuvent exprimer différemment les exigences de quantité, prix et durée.

On distingue cinq types principaux d'ordres.

1) L'ordre « à cours limité »

Il comporte une limite de prix :

- *Un prix minimum s'il s'agit d'un ordre de vente,*
- *Un prix maximum s'il s'agit d'un ordre d'achat.*

Lors d'un fixage, tous les ordres de vente offerts à un prix inférieur au cours d'ouverture et tous les ordres d'achat proposés à un prix supérieur au cours d'ouverture sont exécutés. Les ordres d'achat à un prix inférieur et de vente à un prix supérieur ne sont pas exécutés. Les ordres proposant le prix fixé (dits ordres

« à cours touché ») sont exécutés en fonction des soldes selon la règle premier entré, premier servi. Le même principe s'exerce au fixage de fermeture.

L'ordre à cours limité permet de se prémunir contre une fluctuation jugée trop défavorable du marché.

2) L'ordre « à tout prix » ou ordre « au marché »

L'ordre est exécuté dès l'ordre qu'une proposition existe en contrepartie.

A l'ouverture, l'ordre à tout prix est exécuté en priorité sur les autres types d'ordres. En principe, il est exécuté en totalité, sauf bien entendu s'il n'y a pas d'ordre en contrepartie.

En séance il est exécuté aux conditions proposées par la contrepartie jusqu'à ce que la quantité offerte ou demandée soit obtenue. Il peut donc être exécuté à des niveaux de prix différents.

L'ordre à tout prix réduit les risques d'exécution partielle ou fractionnée.

Par contre il expose au risque de fluctuation forte du prix au moment de l'exécution, à la hausse pour les acheteurs, à la baisse pour les vendeurs. Ce risque est d'autant plus important que la liquidité du titre est plus faible et que l'ordre porte sur des quantités importantes.

3) L'ordre « à la meilleure limite »

Il a remplacé l'ordre « au prix du marché ». On l'appelle aussi parfois ordre « au mieux ».

Comme l'ordre « à tout prix » il ne comporte pas de limité de cours. Mais son exécution est différente.

Introduit en négociation à l'ouverture d'un marché en continu l'ordre au mieux est transformé en ordre limité au cours d'ouverture.

Il est exécuté après satisfaction des ordres « à tout prix », puis des ordres à cours limité à prix supérieur pour les ordres d'achat et inférieur pour les ordres de vente. En cas de non exécution partielle ou totale, les quantités résiduelles restent inscrites sur la feuille de marché comme ordres à prix limité au cours d'ouverture et sont prises en compte comme tels lors des cotations suivantes.

Introduit en négociation en cours de séance l'ordre « au prix du marché » devient un ordre « à cours limité » :

- Au prix de la meilleure offre de vente en attente s'il s'agit d'un ordre d'achat,
- Au prix de la meilleure offre d'achat en attente s'il s'agit d'un ordre de vente.

L'ordre « à la meilleure limite » pèse peu sur la formation des cours quand les ordres portent sur des quantités importantes. Mais il présente le risque d'une exécution fractionnée, surtout pour les titres peu liquides.

4) L'ordre « tout ou rien »

C'est un ordre à cours limité qui n'est exécuté que si le marché présente une quantité suffisante de titres en contrepartie :

- Des offres de vente à un prix inférieur ou égal pour un ordre d'achat « tout ou rien »,
- Des offres d'achat à un prix égal ou supérieur pour un ordre de vente « tout ou rien ».

Si la contrepartie est insuffisante en quantité il est intégralement maintenu sur la feuille de marché. Il bénéficie de la priorité chronologique parmi les ordres à cours limité mais perd cette priorité lors d'une cotation si les quantités spécifiées ne sont pas disponibles sur le marché.

A l'ouverture d'un marché en continu, les ordres « tout ou rien » ne sont pas pris en compte pour la fixation du cours d'ouverture. Dès que ce cours est établi les ordres d'achat et de vente « tout ou rien » dont la limite est compatible avec ce cours d'ouverture sont confrontés entre eux :

- S'ils s'équilibrent exactement ils sont exécutés.
- S'ils ne s'équilibrent pas exactement mais que le solde des titres disponibles au fixing permet de les servir (ordres à cours touché partiellement servi) ils sont exécutés au cours d'ouverture.
- Si ces deux méthodes ne permettent pas de les servir en totalité, les ordres « tout ou rien » ne sont pas servis, quelque soit la limite ou la quantité proposée pour chacun d'eux.

En cours de séance, l'ordre « tout ou rien » est confronté aux contreparties disponibles (ordres « tout ou rien » de sens inverse puis solde des ordres partiellement servis) à la limite fixée :

- Si elles sont suffisantes il est exécuté en totalité.
- Sinon il est mis en réserve et maintenu en totalité sur la feuille de marché.

L'ordre « tout ou rien » permet à la fois de maîtriser le prix et d'éviter le fractionnement. Il peut être intéressant pour les valeurs très peu liquides. Mais il peut ne pas recevoir d'exécution si les conditions du marché ne sont pas favorables.

5) L'ordre « à déclenchement » (ou ordre « stop »)

L'ordre à déclenchement permet de se porter acheteur ou vendeur à partir d'un cours déterminé :

- Acheteur à ce cours ou au-dessus de ce cours,
- Vendeur à ce cours ou en dessous de ce cours.

Ils sont dits « à seuil de déclenchement » lorsqu'ils se transforment en ordre « à tout prix » dès lors que le seuil est franchi. Ils sont dits à plage de déclenchement s'ils comportent une deuxième limite au-delà de laquelle l'ordre cesse d'être exécutable.

Ces ordres à déclenchement permettent de se protéger contre des renversements de tendance dès lors qu'ils atteignent une certaine ampleur.

A l'ouverture ne sont acceptés que les ordres à déclenchement dont le seuil est :

- Supérieur au cours de clôture de la veille (titres cotés en continu) ou au dernier fixage (pour les autres) pour les ordres d'achat ;
- Inférieur au cours de clôture de la veille (titres cotés en continu) ou au dernier fixage (pour les autres) pour les ordres de vente.

En cours de séance les ordres ne sont acceptés que si leur seuil est supérieur (ordres d'achat) ou inférieur (ordre de vente) au dernier cours coté à leur inscription sur la feuille de marché.

Les ordres à déclenchement ne sont donc pas négociés dès leur réception : une transaction doit intervenir entre la réception et l'exécution de l'ordre.

Par exemple si le détenteur d'un titre acheté 55,00€ et parvenu à 70,25€ souhaite protéger sa plus-value, il déclenche un ordre de vente à 68,00€.

- Si le titre poursuit sa hausse ou conserve sa valeur autour de 70,00€, le détenteur le conserve.
- S'il amorce une baisse sensible et continue, dont le signe est fixé par le détenteur si le cours descend à 68,00€ ou moins, ce dernier prend son bénéfice en vendant « à tout prix ». Si l'ordre est à seuil de déclenchement il ne maîtrise plus les prix auquel il vend.
- S'il ne veut pas que son bénéfice soit trop réduit par une baisse forte du titre (il veut conserver 10€ par titre), il fixe le prix plancher de la vente à 65,00€. L'ordre est à plage de déclenchement 68,00/65,00.

A l'inverse, un investisseur qui veut profiter d'une hausse future du cours du titre dont il fixe le signal à 72,00€ donnera un ordre à seuil de déclenchement de à 72,00€ ou s'il veut se prémunir contre une hausse trop vive du prix, à plage de déclenchement de 72,00/75,00.

B) RECHERCHE DU PRIX DANS UN MARCHÉ PAR LES ORDRES

C'est la situation la plus fréquente. Elle se prête mieux à l'automatisation par des plateformes électroniques que le marché par les prix.

La négociation des titres de l'Eurolist d'Euronext est un marché par les prix pur. On le suivra ici comme exemple.

1) Des carnets d'ordres à la feuille de marché

Une opération de bourse commence par un ordre adressé à un intermédiaire (une société de bourse par voie directe ou par l'entremise d'une banque par exemple) par un acheteur ou un vendeur de titres

Chaque intermédiaire regroupe ensuite les ordres de ses clients dans un carnet d'ordres. Puis il les transmet, selon la procédure en vigueur sur le marché concerné, pour participer à la fixation du prix. A Euronext-Paris ils sont entrés dans l'ordinateur central, classés par limites de prix et pour chaque prix dans l'ordre chronologique d'arrivée, pour former une « feuille de marché ».

2) L'organisation de la négociation

La fixation d'un cours se fait en comparant, aux différents prix, les nombres de titres offerts et demandés jusqu'à ce que ces nombres soient égaux ou proches de l'égalité.

Dans le cas d'Euronext, les prix varient par écarts de :

- 0,01€ si le cours est inférieur ou égal à 50€.
- 0,05€ pour les cours allant de 50,05 € à 100€.
- 0,10€ pour les cours allant de 100,10 € à 500€.
- 0,50€ pour les cours supérieurs ou égaux à 500,50€.

Pour les titres cotés en continu :

A la bourse de Paris les opérations se déroulent selon l'horaire suivant :

Horaire	Phase de la journée boursière	Opérations réalisées
7h45 à 9h	Pré-ouverture	Les ordres s'accumulent. Pas de négociation.
9h	Fixage d'ouverture	Confrontation de tous les ordres enregistrés et établissement du prix d'équilibre. Etablissement du cours d'ouverture
9h01 à 17h30	Fonctionnement du marché en continu	Tout ordre nouveau engendre une cotation si la feuille de marché comporte un ordre de sens contraire à un prix compatible avec celui de l'ordre entré. Si ce n'est pas le cas l'ordre est enregistré sur la feuille de marché à sa limite de prix.
17h30 à 17h35	Pré-clôture	Les ordres s'accumulent sans transaction.
17h35	Fixage de clôture	Confrontation de tous les ordres restant. Etablissement du cours de clôture.

Pour les valeurs négociées au fixage (ou au fixing) :

Chacun des fixages est précédé d'une pré-ouverture, à partir de 7h30 pour le premier fixage, à partir du premier quand est organisé un second fixage. La confrontation générale des ordres a lieu à heures fixes :

- 11h30 et 16h pour le fixage A qui concerne des valeurs du Premier Marché et du Second Marché).
- 15h pour le fixage B (Marché libre).
- 11h30 et 17h pour les valeurs du Nouveau marché qui ne sont pas cotées en continu.

Tableau 2.2 : Exemple de fixage.

Supposons des ordres à cours limité (cf. infra) formant la feuille de marché suivante :

Ordres d'achat			Ordres de vente		
Prix	Quantité	Cumul quantités	Prix	Quantité	Cumul quantités
70,50	300	300	70,00	250	250
70,45	+ 100	400	70,05	+100	350
70,40	+ 150	550	70,10	+200	550
70,35	+ 300	850	70,15	+ 400	950
70,30	+ 550	1.400	70,20	+ 600	1.550
70,25	+ 900	2.300	70,25	+ 900	2.450
70,20	+ 1.400	3.700	70,30	+1.500	3.950
70,15	+ 1.600	5.300	70,35	+ 1.750	5.700

Le marché s'équilibre pour un cours de 70,25€. A ce prix :

- 2.300 titres sont demandés : 300 sans condition de prix, 1.100 qui étaient prêts à payer un prix supérieur et 900 qui avaient proposé ce prix.
- 2.450 titres sont offerts : 200 sans condition de prix, 1.300 prêts à accepter un prix inférieur et 900 qui ont proposé ce prix.
- Pour établir l'équilibre, il faut ramener à 2.300 titres la quantité offerte. Les procédures proposées par les différentes bourses peuvent varier. A celle de Paris ce sont les offres au prix d'équilibre qui sont réduites : seuls 750 des titres offerts à 70,25€ seront échangés. Les titres gardés en feuille de marché pour les cotations suivantes sont alors les derniers arrivés.

3) La danse de la fourchette

On appelle fourchette l'écart (le *spread*) entre les meilleures limites d'un carnet d'ordre ou de la feuille de marché.

La fourchette est observée par les donneurs d'ordres qui peuvent modifier leurs ordres ou en donner de nouveaux. Les stratégies peuvent être très variées selon qu'ils anticipent une hausse ou une baisse des cours, qu'ils cherchent à faire des gains sur la fluctuation du cours ou à se protéger d'une perte.

Dans l'exemple, après exécution des ordres compatibles avec l'équilibre, la fourchette est de 70,25 (prix le plus faible pour lequel des titres restent à vendre) – 70,20 (cours le plus élevé comportant des ordres d'achat) = 0,05€.

Des acheteurs peuvent alors donner à leurs intermédiaires des ordres d'achat autour de 70,25 ou 7,30 pour lesquels existent des ordres de vente. D'autres acheteurs peuvent aussi attendre que les vendeurs, constatant des ordres d'achat à 7,15 et 7,20 proposent des ventes à ce prix. Ils confirment alors leurs ordres d'achat à ce prix ou en émettent de nouveaux.

Le raisonnement inverse peut être fait pour les vendeurs.

Au fur et à mesure de l'exécution des ordres les limites inférieure et supérieure de la fourchette et l'écart vont donc varier.

Après une négociation, la négociation suivante est déterminée par les ordres non exécutés et les ordres qui s'inscrivent ensuite dans les carnets d'ordre et sur le feuille de marché. Pour une cotation en continu, une fourchette étant donnée à l'issue d'une négociation, la négociation suivante est commandée :

- Par l'émission d'un ordre de vente à un prix au plus égal à la limite haute de la fourchette. L'exécution de cet ordre tend à déplacer la limite basse, et donc la fourchette elle-même, vers le haut.
- Ou par l'émission d'un ordre d'achat à un prix au moins égal à sa limite basse. Cet ordre tend à déplacer la fourchette vers le bas.

Chacun de ces ordres a pour effet de déplacer la fourchette. C'est ce qu'on appelle « la danse de la fourchette ». Selon que l'ordre vient d'un acheteur ou d'un vendeur, le prix du titre est au bas (ordre d'achat) ou au haut (ordre de vente) la fourchette. La « vraie » valeur du titre s'établit ainsi quelque part entre les courbes représentant les limites haute et basse de la fourchette.

Exercice : Microstructure et formation du cours

Soit dans le tableau suivant le carnet d'ordres d'un titre pour ce jour.

Carnet d'ordres					
N°	Heure	Achat/Vente	Type d'ordre	prix €	Nombre
1	7h30	A	TP	*	100
2	7h40	V	PM	*	60
3	7h45	A	CL	70,45	55
4	7h50	A	CL	70,40	70
5	8h00	V	TP	*	80
6	8h10	V	CL	70,50	85
7	8h15	V	CL	70,45	75
8	8h20	V	CL	70,50	90
9	8h30	A	PM	*	95
10	8h40	A	CL	70,50	40
11	8h45	A	CL	70,45	55
12	8h50	V	CL	70,55	60
13	8h53	V	CL	70,45	45
14	8h55	A	CL	70,35	60
15	9h30	V	PM	70,45	85
16		A	TP	*	120
17	11h05	A	CL	70,5	105
18		V	CL	70,45	140
19	14h30	A	CL	70,50	110
20 (14*)	15h	A	CL	70,50	60
21 (4*)	15h15	A	CL	70,55	70
22		V	V	70,60	75

PM : Prix du marché; TP : Tout prix; CL : Cours limité

1 – Construire la feuille de marché au fixage d'ouverture de 9h.

Remplir le tableau suivant :

-Au fixage de 9h

-Au cours de la journée pour une cotation en continu.

-Construire le graphique de la « danse de la fourchette

Résultat du fixage d'ouverture	
Cours d'ouverture du titre :	
Nombre de titres échangés :	
Ordres d'achats totalement exécutés :	
Ordres de vente totalement exécutés :	
Ordre d'achat partiellement exécuté :	
Calcul de la fourchette :	Bid :
	Ask :
	Ecart :

MarFin Microstructures ExOrdres Corrigé

4) Les cours

L'information en continue par Internet

Borsorama le 27-07-2005 sur France Télécom

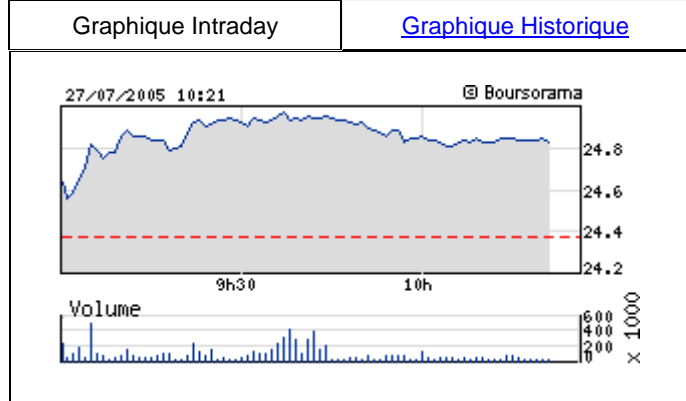
FRANCE TELECOM (FR0000133308 - FTE) [Alerte](#) [Liste](#) [Portef. virtuel](#)

Cours **Graphique** **Actualités** **Conseils** **Consensus** **Profil** **Warrants** **ClickOptions** **Forum**

Passage d'ordre **Fiche valeur** Intraday 5 jours Aide

Dernier : 24.83
 Var. : +1.89%
 Volume : 6 474 940
 Ouvert. : 24.55
 + Haut : 24.99
 + Bas : 24.55
 Clôt. veille : 24.37

FTE France



Meilleures limites				Actualiser			
	Ordres	Qté	Cours	Cours	Qté	Ordres	
ACHAT	3	5834	24.83	24.84	4357	3	VENTE
	1	3000	24.82	24.85	13479	3	
	3	15649	24.81	24.86	810	3	
	8	46869	24.80	24.87	28784	6	
	1	5000	24.79	24.89	14000	2	

Dernières transactions		
Heure	Cours	Qté
10:19:00	24.83	315
10:18:58	24.84	38
10:18:50	24.84	25
10:18:25	24.84	180
10:18:15	24.84	300

L'information d'un quotidien :

Annotations:

- Nom (abrégé) (Nomenclature activité)**
Evènement : Droit souscription le 20/7/04
◆ Bénéficie d'un contrat d'animation
N°ISEN Dividende le 17/5/05 div net 1,3€
- % variation/veille**
Nombre titres traités
● Opération sur titres
Nombre total de titres
- % variation/1^{er} janvier**
17,41 = PER
2,87 = rendement actuariel
- Fixage d'ouverture**
● Existe un contrat d'animation
A Compartiment
- Fixage de clôture**
Plus haut du jour
Plus bas du jour
- Cours au 1^{er} janvier**
Plus haut de l'année
Plus bas de l'année

Market Maker	Code	Count	Value
Morgan Stanley & Co., Inc.	MSCO	1,302	21,350,190
Schwab Capital Markets LP.	SCHB	1,982	21,176,533
Merrill Lynch, Pierce, Fenner	MLCO	962	19,860,470
Goldman, Sachs & Co.	GSCO	529	18,744,320
Credit Suisse First Boston Cp	FBCO	712	17,951,191
Herzog, Heine, Geduld, LLC	HRZG	3,766	16,578,127
Spear, Leeds, & Kellogg	SLKC	4,337	15,228,529
Lehman Brothers Inc.	LEHM	665	12,983,104

Ces *market makers* sont chargés par des émetteurs de titres de tenir le marché du titre. Les titres peu liquides ont un ou un petit nombre de teneurs, les valeurs très liquides peuvent en avoir davantage, intervenant concurremment. C'est l'arbitrage continu entre les propositions des *market makers* qui commande la formation d'un cours.

Le London Stock Exchange, le Nasdaq mais aussi certains compartiments des marchés d'Europe continentale sont des marchés par les prix. Nombre de bourses électroniques fonctionnent également selon ce principe.

Ten Largest Nasdaq Market Makers, 2001			
MARKET MAKER	Market Participant Identifier	# of Nasdaq Issues Traded	Total Share Volume (000s)
Knight Securities	NITE	4,122	27,760,571
Salomon Smith Barney Inc.	SBSH	1,149	22,056,105
Morgan Stanley & Co., Inc.	MSCO	1,302	21,958,196
Schwab Capital Markets LP.	SCHB	1,982	21,176,533
Merrill Lynch, Pierce, Fenner	MLCO	962	19,860,470
Goldman, Sachs & Co.	GSCO	529	18,744,320
Credit Suisse First Boston Cp	FBCO	712	17,951,191
Herzog, Heine, Geduld, LLC	HRZG	3,766	16,578,127
Spear, Leeds, & Kellogg	SLKC	4,337	15,228,529
Lehman Brothers Inc.	LEHM	665	12,983,104

Percent of Nasdaq Share Volume 2001	
ECN	
Instinet	13.30%
Island	8.80%
REDIBook	4.10%
Archipelago	2.30%
B-Trade	1.80%
Brut	1.70%
Attain	0.20%
Nextrade	0.20%
Market XT	0.10%
GlobeNet	0.00%
Total	32.50%

Source: Nasdaq

2) Prix « bid » et prix « ask »

Les *market makers* achètent et vendent des titres pour leur propre compte. La détention doit durer très peu de temps car elle est coûteuse. En fait chaque teneur de marché crée à lui seul un marché dans le marché.

Le processus est le suivant. Pour chaque titre dont il a la charge, le *market maker* propose simultanément deux prix :

- Un prix « **bid** » ou prix proposé aux vendeurs du titre. A ce prix il est tenu d'acheter immédiatement une quantité minimale de titres s'ils sont présentés.
- Un prix « **ask** » ou prix proposé aux acheteurs du titre. A ce prix il est tenu de vendre une quantité donnée ou toute quantité de ce titre.
- Le prix *ask* doit être supérieur au prix *bid* pour assurer une marge au teneur de marché. Il annonce donc une **fourchette** représentant l'écart entre le prix *ask* proposé aux vendeurs et le prix *bid* proposé aux acheteurs.

La conclusion idéale pour lui est la suivante : ses prix *bid* et *ask* trouvent preneurs pour des quantités égales. Sa marge est égale à la fourchette multipliée par les quantités. Sa rémunération est cette marge moins les frais associés aux transactions et à son activité.

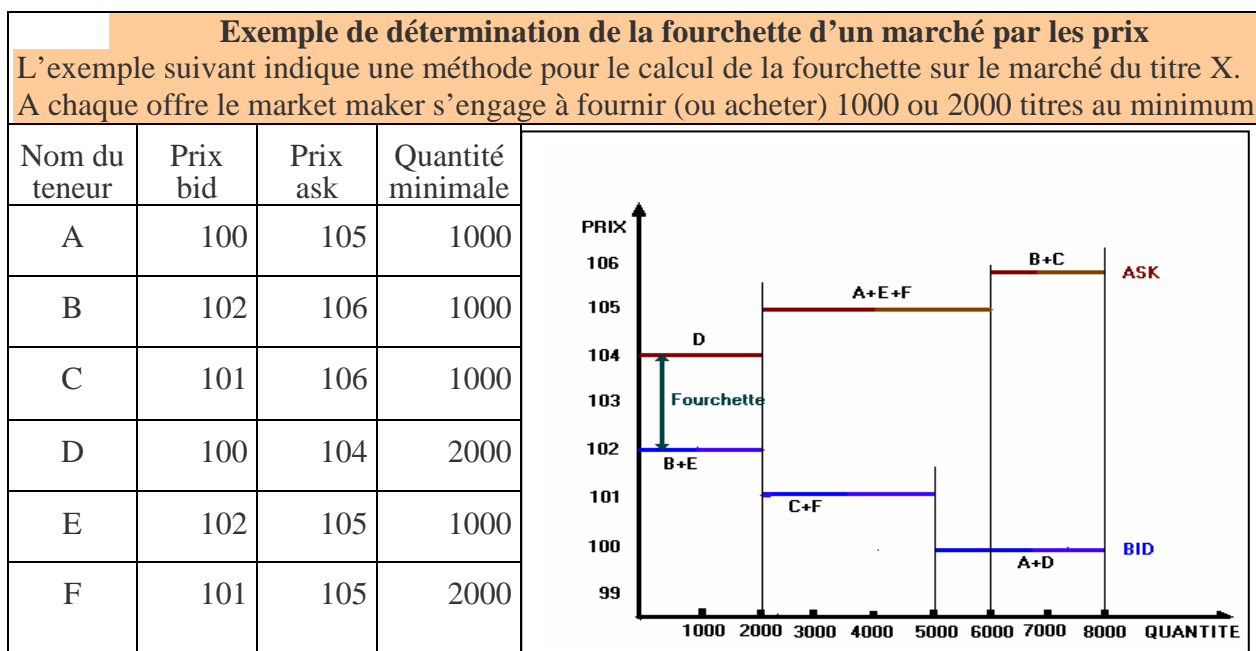
3) La fourchette du marché et la mise en concurrence

La présence de plusieurs teneurs de marché pour le même titre les met en concurrence. Les choses peuvent alors se passer de la manière suivante :

- Chaque teneur propose une fourchette sous la forme de deux cours (*ask* et *bid*).

- Chaque donneur d'ordre final (vendeur ou acheteur) observe les fourchettes et tente d'obtenir logiquement :
 - o Le prix *bid* le plus élevé s'il est vendeur du titre,
 - o Le prix *ask* le plus faible s'il s'en porte acheteur.
- Les offres *ask* et *bid* des teneurs de marché sont réévaluées en permanence en fonction de la fourchette du marché.
- Se forme alors une fourchette du marché avec le prix *bid* le plus élevé et le prix *ask* le plus faible susceptible d'être obtenus compte tenu des quantités et des prix proposés par les teneurs de marché. Cette fourchette du marché représente, à chaque instant les meilleures propositions faites aux donneurs d'ordres finaux.
- Les donneurs d'ordre finaux émettent des ordres « à tout prix » (*market order*). Les *market makers* expriment leurs offres *bid* et *ask* à cours limité (*limit order*).

Le rôle de l'entreprise de marché est d'animer cette concurrence entre les *market makers* en affichant en continu les cours *ask* et *bid* proposés par chacun d'eux.



4) Quelques remarques

Risques liés à la tenue de marché

Ce type de fonctionnement prévaut quand les transactions portent sur des quantités plus modestes et que le marché ne garantit pas aux donneurs d'ordres finaux que leur offre de vente ou d'achat trouvera une contrepartie. Les teneurs de marché garantissent jusqu'à un certain point que des transactions seront organisées.

Ce faisant, les teneurs de marché assument des risques :

- Ceux liés à l'engagement qu'ils prennent vis-à-vis de leurs clients et qu'ils devront assumer quoiqu'il arrive ;
- Celui de se trouver face à un marché fortement déséquilibré où la formation de prix d'équilibre s'avère difficile faute d'offre ou de demande.

Les *market makers* se trouvent souvent en position de régulateurs du marché quand l'offre ou la demande sont fortement excédentaires : ils achètent et stockent ou déstockent selon les cas. Cette situation spéculative peut se révéler rémunératrice si la tension sur le marché est temporaire et s'inverse rapidement. Elle peut à l'inverse être coûteuse si le déséquilibre dure et s'amplifie.

Concurrence entre opérateurs

La concurrence entre les teneurs de marché est à la base du fonctionnement de ces marchés. Les teneurs doivent faire les propositions *bid* les plus élevées et les propositions *ask* les plus faibles pour attirer les offres et demandes vers eux. Cela suppose d'une part qu'ils aient une bonne connaissance et un suivi continu du marché. Ce type de fonctionnement tend à réduire l'amplitude des fourchettes et donc à favoriser les intermédiaires favorisés par des coûts plus faibles.

Mais quand ces marchés sont étroits et font intervenir peu de teneurs de marché le risque est de l'entente ou de comportements peu agressifs entre eux apparaît. Les fourchettes s'élargissent et les risques de marché sont alors entièrement reportés sur les vendeurs et acheteurs finaux.

Des marchés au fonctionnement plus onéreux

Les coûts d'intermédiation sur ces marchés sont en général plus importants que ceux des marchés d'enchères. Les remarques précédentes en donnent l'explication.

- Comme ils concernent des marchés où les volumes échangés sont moins importants les économies d'échelle jouent moins et les coûts par transaction des intermédiaires sont supérieurs.
- Les risques associés à la tenue de marché ne sont pris que s'ils comportent une rémunération au moins équivalente à la couverture financière de ce risque.
- Quand les teneurs de marché sont de type collusif la conséquence est un élargissement des fourchettes et donc des coûts d'intermédiation globalement plus élevés.

D) LA DIRECTIVE MIF

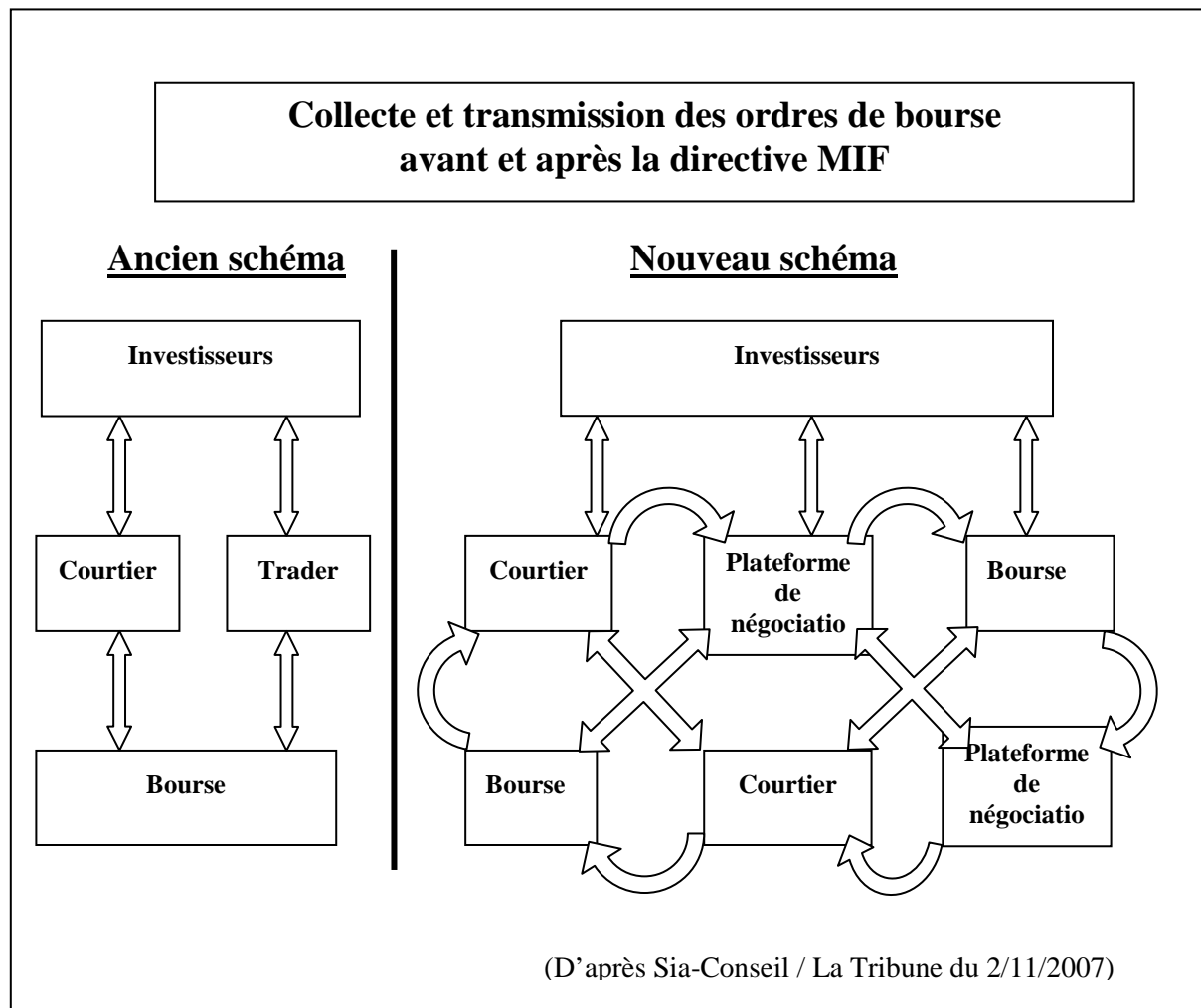
En application depuis 2008, la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) de l'Union européenne est en train d'organiser la convergence de ces deux modèles et plus particulièrement d'introduire les mécanismes d'intermédiation de la négociation par les prix dans les marchés par les ordres.

La directive définit dans un même texte l'exercice des activités de marché :

- Les entreprises d'investissement et établissements de crédit (particulièrement les banques) ;
- Les activités de négociation : Les marchés réglementés mais aussi tous systèmes multilatéraux de négociation (SMN), plateformes par lesquelles des prestataires de services ou des opérateurs de marché confrontent les offres et demandes de leurs clients pour aboutir à des échanges de titres. Ils se sont développés dans un premier temps à la périphérie du NASDAQ.
- Les internalisateurs systématiques qui sont des intermédiaires agréés qui négocient pour leur propre compte en même temps qu'ils exécutent les ordres de leurs clients. Ils sont la forme adaptée des anciens *market makers* des marchés par les prix.

La directive MIF met en pièce les principaux dispositifs limitant la concurrence sur les marchés organisés et place tous les types d'acteurs en position de concurrence avec les autres types.

- Un marché ne peut notamment plus organiser un monopole de négociation pour ses membres pour les titres inscrits à sa cote par l'émetteur ;
- La centralisation des ordres par une plateforme centrale de négociation ne peut plus être la règle ;
- Les *market makers* des marchés par les prix peuvent être négociateurs des marchés par les ordres ;
- Les titres deviennent négociables sur une plateforme sans pour autant que l'émetteur les y aient inscrits à la cotation ;
- Les gestionnaires de plateformes de cotation deviennent négociateurs les uns chez les autres ;
- La compensation et au-delà le règlement et la livraison pour un titres peuvent être réalisés par des opérateurs multiples.



La directive ouvre le jeu concurrentiel mais remet en cause des dispositifs qui protégeaient les investisseurs, réduisaient leurs risques et établissaient une confiance nécessaire dans la loyauté du marché. Elle tente d'y pallier en proposant des règles de transparence et de protection des investisseurs.

- Obligation de transparence préalable à la négociation pour les internalisateurs : ils doivent indiquer les prix auxquels ils vendent et achètent (comme dans la cotation par les prix).
- Obligation de transparence postérieure à la négociation : la règle de « meilleure exécution » permet de vérifier que le donneur d'ordre a bénéficié des conditions (prix, coût, rapidité, sécurité d'exécution) les plus favorables auxquelles son intermédiaire lui permettait d'accéder.
- Obligation d'information des investisseurs : comme les possibilités de négociation sont multiples pour un ordre, les intermédiaires doivent informer de celles auxquelles ils ouvrent (pré-négociation) et de la réalité de meilleure exécution (post-négociation).

E) LE REGLEMENT DIFFERE (SRD)

1) Règlement différé dans le temps

Les opérations à découvert consistent pour le donneur d'ordre à lancer une opération dont il n'a pas la contrepartie :

- L'acheteur d'un titre qui anticipe la hausse du cours peut espérer le vendre avant la fin du mois boursier avec une plus-value si sa prévision se réalise. Il paie donc le titre acheté avec le produit d'une vente à venir.
- Le vendeur qui anticipe la baisse du cours peut espérer l'acquérir (pour honorer son engagement de livrer) avant la fin du mois avec une plus-value si sa prévision se réalise.

Dans une opération à règlement différé, d'achat ou de vente, toutes les conditions sont prévues le jour de la négociation (J). Au jour J un ordre de bourse est lancé et trouve une contrepartie. Ce jour-là il y a transfert de propriété mais le règlement du prix et la livraison du titre sont reportés à la fin du mois boursier. Dès le jour J le vendeur et l'acheteur ont un engagement l'un de livrer le titre, l'autre de le payer.

En fait toutes les opérations se font au comptant. *Le règlement différé n'a lieu que parce qu'un intermédiaire (le négociateur) fait du portage en contrepartie d'une commission.*

- Dans un achat de titres à règlement différé, un acheteur final lui demande d'acquérir les titres à sa place (et de les payer à J+3) pour les lui céder à terme (la fin du mois boursier) dans des conditions fixées au départ.
- Dans une vente de titres le vendeur final donne emprunte les titres au négociateur (qui les a acquis préalablement et les lui « prête ») pour les lui restituer au jour du règlement.

Le gain de l'opération est souvent amplifié par un effet de levier.

Un spéculateur anticipe la hausse du cours d'un titre. Il dispose de 100.000€ et souhaite acquérir 300.000€ de titres au cours actuel pour les vendre avant la fin du mois boursier à un prix supérieur. Il demande à son courtier d'acheter ces 300.000€ de titres et lui emprunte les 200.000€ manquant. Le courtier est rémunéré par l'intérêt du prêt et reçoit la garantie des 100.000€ apportés par le spéculateur.

Le levier est ici le rapport entre le montant disponible et l'apport propre du donneur d'ordres (soit 3/1).

Si sa prévision était bonne et qu'il vend les titres 330.000€, qu'il rembourse son prêteur (par exemple 202.000€) et paie les frais des transactions (par exemple 10.000€), il lui reste 118.000€ à rapporter aux 100.000€ apportés par lui. Le gain est confortable : +18%.

Si le cours est inchangé sa perte est de 12.000€, soit 12% !

2) Le SRD à Paris

Le SRD conserve la plupart des caractères du règlement mensuel mais un intermédiaire – le négociateur – s'interpose entre l'acheteur et le vendeur du titre. Cette intermédiation est déclenchée par la mention SRD portée sur l'ordre par l'acheteur (vendeur).

L'intermédiaire apprécie l'importance du levier qu'il autorise en fonction de la liquidité du marché, de la volatilité des titres qui s'y négocient et des garanties apportées par les donneurs d'ordres. Le CMF encadre cette pratique dans des règles que les membres du marché sont tenus de respecter : dépôts de garantie, couverture des engagements des donneurs d'ordres notamment. En fait le levier varie de 1 à 4.

Toutes les valeurs cotées ne peuvent faire l'objet d'un règlement différé. A Euronext-Paris, seules les valeurs du SBF-120, de capitalisation boursière supérieure à 1 G€ **ou** qui font l'objet de transactions quotidiennes en moyenne supérieures à 1M€ sont supports de ces transactions. La plupart sont inscrites au Premier Marché.

La clôture d'une opération avec SRD

o La liquidation

La liquidation est l'exécution finale des ordres avec SRD. Jusqu'à la liquidation, les opérations avec SRD alimentent le compte du mois boursier en cours. La liquidation des opérations réalisées par le SRD se réalise au cinquième jour ouvrable qui précède la fin du mois boursier. Dès le lendemain on ouvre le compte SRD du mois boursier suivant.

Les acheteurs et les vendeurs avec ordres SRD ont donc jusqu'à la veille du jour de liquidation pour prendre les dispositions propres à solder leur position :

o La prorogation

La prorogation consiste à prolonger la position jusqu'à la liquidation du mois suivant. Jusqu'au lendemain du jour de la liquidation les donneurs d'ordres avec SRD qui n'ont pas pu solder leur position peuvent en demander le report à leur intermédiaire financier. Ce dernier peut accepter ou refuser.

S'il l'intermédiaire refuse le report le donneur d'ordres avec SRD doit solder sa position et payer les titres achetés ou fournir les titres vendus pendant le mois précédent.

S'il accepte le report il prolonge jusqu'à la liquidation suivante le prêt des titres (cas d'une vente à découvert) ou leur portage (cas d'un achat). A quelles conditions cette opération se réalise-t-elle ?

- Au jour de liquidation Euronext-Paris fixe *un cours de compensation*. C'est le « premier cours, arrondi, coté le jour de la période de liquidation ». Il

sert de nouvelle référence de la valeur de l'action (à la place de celle de l'exécution de l'ordre de vente ou d'achat).

- Au jour des reports (soit donc quatre jours avant la fin du mois boursier) le donneur d'ordres demande le bénéfice du report.
- Le lendemain *le donneur d'ordres acquitte la marge*. La marge est l'écart entre la valeur de négociation des titres et celle qui ressort de l'application du cours de compensation. C'est cette nouvelle valeur qui s'appliquera lors de la liquidation suivante.
- Le donneur d'ordre paie *les frais de courtage* (fixés librement par le négociateur) et les taxes de bourse.

[MarFin Microstructures ExerciceSRD](#)